

行业研究

存款都去哪了？

——兼论银行股和债市投资方向

要点

现象：“三大现象”表征稳存增存难度增加和流动性管理压力提升。（1）量的特征。一是在总量上，银行整体稳存增存压力有所加大，1-2月份增量存贷比（一般存贷款口径）为163%，同比提升7个百分点；二是在结构上，负债结构趋于恶化，一般存款与同业负债形成“跷跷板效应”；三是在机构分布上，分化有所加剧，表现为国有大行、农商行和农信社存款增长形势较好，股份制银行压力最大。（2）价的反映。一是稳存增存压力导致高成本主动负债“易增难减”，即定期类存款增长较快，1-2月份合计新增4.9万亿，同比多增1.34万亿，其中结构性存款增长约5500亿。二是核心负债与同业负债成本面临双升格局。截至2月末，3Y定期存款利率较2020年9月上涨16.5bp，2年期、1年期、6个月期、3个月期上涨在10bp以内，NCD、短端利率、金融债发行利率较2020年均值均有10-40bp的抬升。

解释：货币“总闸门”偏紧与负债结构性恶化。造成上述存款“三大现象”的主要原因为：（1）“总闸门”相对偏紧，初步测算：2021年一季度外汇占款、政府存款、货币发行以及缴准合计消耗超储近1.2万亿。超储率也由年初的2.2%降至3月份的1.3%左右。同时，类信贷资产配置力度放缓，进而导致货币乘数下滑和派生能力减弱。（2）负债结构性恶化：从“一般存款”向“同业存款”运动带来的流动性不平衡。一方面，基金净申购规模较大，对零售存款持续形成抽水。另一方面，市场对货币政策一致性宽松预期被打破，同业杠杆率趋于下降，R001成交规模也由前期每日4-5万亿降至目前2-3万亿，非银机构“滚隔夜”意愿下降，短端资金供需更加均衡。（3）机构分化：“春节效应”带来存款从城市到乡村的存款搬家，国有大行、农商行、农信社则受益于基层网点优势，一般存款录得较好增长，但股份制银行整体受制于主要集中于发达地区的网点限制，对公存款增长偏弱，零售存款则受到资金跑步入市影响流失现象较为普遍。此外，异地存款管理办法也倒逼地方法人银行加大对公存款吸收力度。

推演：银行存款压力持续性如何？（1）整体压力：稳存增存压力高于去年，若央行不通过降准或超额投放MLF等方式补充中长期资金，银行稳存增存压力难以得到缓解。（2）负债结构：进入非银市场的资金难有大幅回流空间，非季末月份股份制银行一般存款增长不容乐观，司库需要加大NCD发行和净融入力度，同业负债占比进一步提升。（3）机构分化：将主要在季末月份进行再平衡，且更多表现为股份制银行在下旬冲量，但这种冲量所形成的资金缺乏稳定性，往往跨季后即出现大幅流失。

银行股投资逻辑。今年市场表现为广谱利率上行、信用体系边际收敛、稳存增存压力开始加大。国有大行因具有较强的存款基础和成本优势，NIM表现可能会优于股份制银行，这种业绩差应当体现在公司估值上，即预计今年股份制银行与国有大行估值差将趋于收敛，国有大行股价存在相对收益。

银行配置债券资产逻辑。对于配置盘而言，今年年初时点进场已出现浮亏，在全年收益考核目标下，后续压力会更大。因此，我们多次建议，二季度应“逢高配置”，且市场在利率上行调整之机，也会加大配置力度，利率阶段性突破3.3%时可以更加乐观。在这一策略安排下，债券市值净价安全边际较高，不会出现类似于一季度的明显浮亏，票息策略也有助于降低收益考核压力。

风险提示。通胀压力超预期，信用过度紧缩对经济复苏产生冲击，负债压力对信贷投放形成约束。

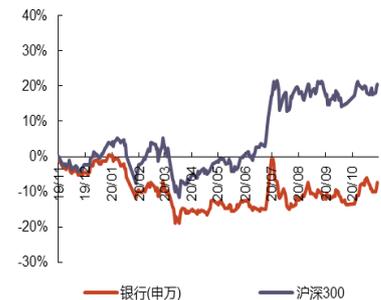
银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰
执业证书编号：S0930519050002
010-56513033
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰
010-56518032
liujie9@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

今年以来，银行体系一般存款增长相对乏力，1-2 月份增量存贷比（剔除财政存款和非银存款）达到 163%，较去年同期提高 7 个百分点，特别是股份制银行负债端压力较大。在负债压力加大背景下，银行股和债券市场有何表现，本篇报告对此进行了分析。

我们的创新之处

本篇报告的创新之处主要在于三点：（1）从总量、结构和机构三个维度出发，梳理了今年以来存款增长的“三大现象”。（2）基于历史数据和当前市场形势，对负债结构和机构分化的再平衡进行了推演。（3）以负债为主线，提出了银行股和债券市场的投资逻辑。

股价上涨的催化因素

一是经济复苏进一步向好，顺周期行情启动，实体经济融资需求较为旺盛；二是一般贷款利率将呈现缓慢爬坡态势，有助于银行 NIM 稳定；三是银行资产质量得到改善，风险抵补能力进一步增强；四是金融监管政策趋于友好。

因此，今年银行股将呈现底部震荡向上运行态势，但不同类型银行会有所分化，表现为股份制银行可能面临系统性负债压力，司库对于 NCD 融资需求较大，NCD 价格整体易上难下，这对于存款基础较好、具有负债优势的国有大行利好。

投资观点

（1）对于银行股而言，我们认为，今年市场主要表现为广谱利率上行、信用体系边际收敛、稳存增存压力开始加大。国有大行因具有较强的存款基础和成本优势，NIM 表现可能会优于股份制银行，这种业绩差应当体现在公司估值上，即预计今年股份制银行与国有大行估值差将趋于收敛，国有大行股价存在相对收益。

（2）对于债券市场而言，今年年初时点进场已出现浮亏，在全年收益考核目标下，后续压力会更大。因此，我们多次建议，二季度应“逢高配置”，且市场在利率上行调整之机，也会加大配置力度，利率阶段性突破 3.3%时可以更加乐观。在这一策略安排下，债券市值净价安全边际较高，不会出现类似于一季度的明显浮亏，票息策略也有助于降低收益考核压力。

目 录

1、现象：“三大现象”表征稳存增存难度增加和流动性管理压力提升	4
1.1、“量”的特征	4
1.1.1、现象一：总量上，银行存贷板块资金来源与运用不匹配程度有所加剧，存贷比上行	4
1.1.2、现象二：结构上，一般存款与同业存款形成了“跷跷板”效应	5
1.1.3、现象三：分布上，存款在机构间不平衡现象有所加剧	6
1.2、“价”的反映	6
1.2.1、现象一：稳存增存压力导致高成本主动负债“易增难减”	6
1.2.2、现象二：核心负债与同月负债成本面临双升格局	7
2、解释：货币“总闸门”偏紧与负债结构性恶化	8
2.1、“总闸门”相对偏紧	8
2.2、负债结构性恶化：从“一般存款”向“同业存款”运动带来的流动性不平衡	9
2.3、机构分化：“春节效应”带来存款从城市到乡村的存款搬家	10
3、推演：银行存款压力持续性如何？	11
3.1、存款结构的再平衡推演	11
3.2、机构分布的再平衡推演	12
4、从负债端看银行股投资逻辑	14
4.1、历史上存款增长承压背景下银行的基本面表现	14
4.2、负债端优势的银行将出现相对收益	15
5、从负债成本看债券市场投资逻辑	16
5.1、银行债券配置的“四部曲”	16
5.2、银行债券投资的思考与选择	18
6、风险分析	19

今年以来，银行体系一般存款增长相对乏力，1-2 月份增量存贷比（剔除财政存款和非银存款）达到 163%，较去年同期提高 7 个百分点，银行司库流动性管理压力加大。部分银行稳存增存难度增加，导致银行体系负债成本存在上行压力。本报告以“存款究竟去哪了？”为主线，从存款**总量、结构、分布**三个维度出发，对现阶段存款增长的现象进行系统性梳理，并对未来存款增长态势进行了展望。最后从负债端视角，对下一阶段“股”、“债”运行的逻辑进行了推演。

1、现象：“三大现象”表征稳存增存难度增加和流动性管理压力提升

1.1、“量”的特征

在量的特征上，我们主要观察到三个现象：一是在总量上，银行整体稳存增存压力有所加大，存贷比上行；二是在结构上，负债结构趋于恶化，一般存款与同业负债形成“跷跷板效应”；三是在分布上，国有大行存款增长相对较好，而股份制银行压力较大。具体而言：

1.1.1、现象一：总量上，银行存贷板块资金来源与运用不匹配程度有所加剧，存贷比上行

今年 1-2 月份，金融机构新增人民币贷款 4.98 万亿，同比多增 0.75 万亿，新增存款增长约 4.7 万亿，同比多增 0.76 万亿。剔除非银贷款、财政存款、非银存款后，一般贷款新增 5.16 万亿，同比多增 0.95 万亿，一般存款新增 3.17 万亿，同比多增 0.48 万亿。**1-2 月份增量存贷比（一般存贷款口径）为 163%，同比提升 7 个百分点，在 2016-2021 年期间仅次于 2018 年水平。**

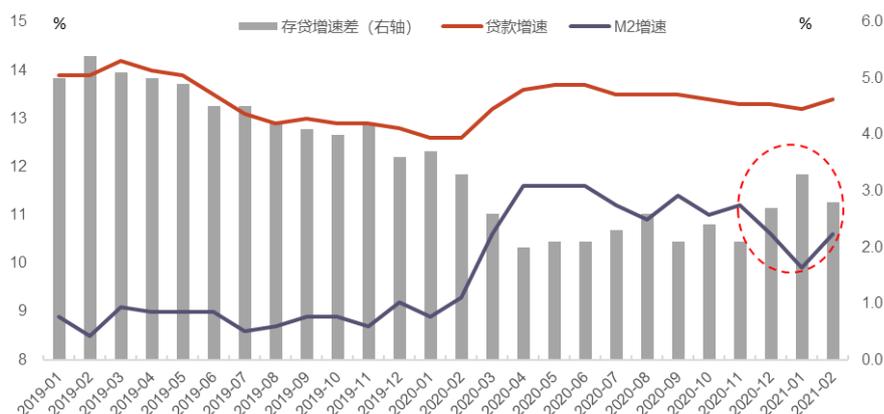
表 1:2016-2021 年 1-2 月份期间增量存贷比运行情况（万亿）

时间	各项贷款	各项存款	一般贷款	一般存款	增量存贷比
2016	3.23	2.97	3.35	2.07	162%
2017	3.20	3.71	3.34	2.10	159%
2018	3.70	3.60	3.69	1.29	286%
2019	4.12	4.51	4.33	3.54	122%
2020	4.23	3.92	4.21	2.69	156%
2021	4.98	4.68	5.16	3.17	163%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

同时，贷款与存款增速自 2020 年下半年开始出现背离，**存贷增速差由波谷的 2%（2020 年 4 月份）提升至 2021 年 2 月份的 2.8%，反映出银行存贷板块资金来源与运用不匹配的情况有所加剧**，存贷比也出现快速上行，流动性管理开始承压。

图 1：贷款与存款增速差自 2020 年 4 月份以来逐步上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月-2021 年 2 月

1.1.2、现象二：结构上，一般存款与同业存款形成了“跷跷板”效应

在整体稳存增存压力加大的同时，我们也观察到，银行负债结构有恶化的倾向。

(1) 2021 年 1-2 月份，零售存款新增 4.74 万亿，同比多增 0.63 万亿，对公存款新增-1.58 万亿，同比多减 0.15 万亿。两者合计新增 3.17 万亿，同比多增 0.48 万亿。但如前所述，一般贷款同比多增 0.95 万亿，即一般存款增长无法支撑信贷投放所需的资金量。

(2) 2021 年 1-2 月份，非银存款新增 1.53 万亿，同比多增 0.37 万亿，政府存款与去年相比变化不大。

图 2：2021 年银行负债结构有所恶化，一般存款与同业存款形成了“跷跷板”效应



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1-2 月、2021 年 1-2 月

这表明，今年 1-2 月份，银行负债结构出现了一定恶化迹象，在一般存款增长放缓的同时，银行非银存款增长明显加快，一般存款与同业负债形成了“跷跷板”效应。

1.1.3、现象三：分布上，存款在机构间不平衡现象有所加剧

在机构分布上，我们观察到分化有所加剧，表现为**国有大行、农商行和农信社存款增长形势较好，股份制银行压力最大**。对比 2021 年 1-2 月较 2020 年 1-2 月的增量情况看：

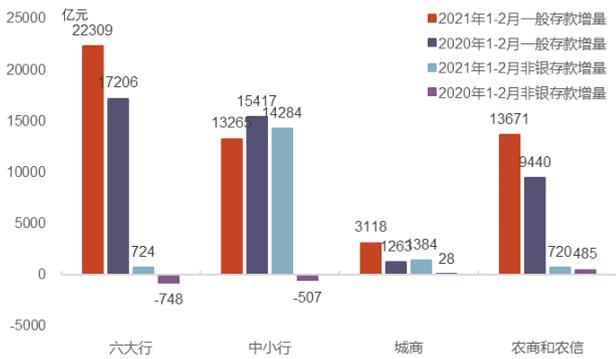
(1) 六大行一般存款多增 5103 亿，非银存款仅多增 1471 亿。在一般存款结构中，活期存款增长普遍乏力（部分零售业务较强的银行如邮储活期存款录得正增长），普通定期存款占比约 40%，而诸如通知存款、定活两便、协定存款、大额 CD 等占比近 50%。

(2) 中小行一般存款少增 2152 亿，但非银存款多增 1.48 万亿。其中，农商行和农信社一般存款多增 4231 亿，非银存款仅多增 235 亿，显示出农商行和农信社负债结构较为优异。

(3) 城商行一般存款多增 1855 亿，非银存款多增 1356 亿，负债结构弱于六大行和农商行、农信社。

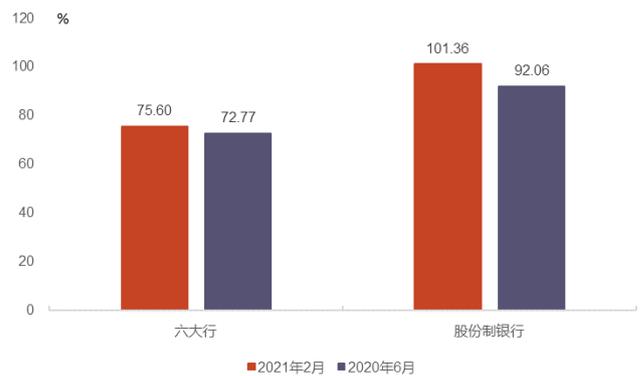
(4) 股份制银行（用中小行-城商-农商-农信衡量）一般存款少增 8238 亿，而非银存款多增 1.32 万亿，在所有银行中负债结构表现最差。

图 3：2020 年和 2021 年 1-2 月，不同类型机构一般存款与非银存款增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1-2 月、2021 年 1-2 月

图 4：股份制银行 2020 年下半年以来存贷比明显上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 6 月、2021 年 2 月

因此可以看到，2020 年 6 月-2021 年 2 月期间，六大行存贷比由 72.77% 小幅提升至 75.60%，幅度相对有限，但股份制银行存贷比由 92.06% 提升至 101.36%，幅度高达 9.2 个百分点，**反映出存款在机构间的分化有所加剧**。

1.2、“价”的反映

在价的反映上，我们也观察到两个现象：一是高成本主动负债增长较快，特别是结构性存款已恢复正增长；二是核心存款和同业负债成本面临双升格局。具体而言：

1.2.1、现象一：稳存增存压力导致高成本主动负债“易增难减”

定期类存款增长较快。数据显示：今年以来，银行定期类存款有快速增长势头，1-2 月份合计新增 4.9 万亿，同比多增 1.34 万亿。截至 2 月末，定期类存款占比为 48.8%，较年初上行 1.2 个百分点。由于定期类存款主要包括普通定期、结构性存款、大额 CD、协议存款、协定存款等，其大幅提升可能意味着在稳存增存压力加大背景下，高成本主动负债“易增难减”。

2020年持续结存压降“后遗症”开始显现，2021年结存出现正增长。2020年5-12月，在监管引导下，银行累计压降结构性存款约5.7万亿。在承接方面，核心存款力度不足，部分通过大额存单、NCD等进行承接，进而造成负债稳定性下降。可以看到，今年1月份结构性存款增长5757亿，一改过去8个月的负增长态势，反映出负债压力加大情况下，银行适度加大了主动负债吸收力度。

图5：今年1-2月份定期类存款占比进一步提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年2月

图6：今年1-2月份结构性存款增长约5500亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年2月

1.2.2、现象二：核心负债与同业负债成本面临双升格局

在高成本主动负债快速增长的同时，我们也观察到，2021年银行核心存款和同业负债成本均有上行态势：

一是核心负债成本承压。在市场利率高位运行以及稳存增存压力加大的情况下，核心负债成本也有所承压。根据融360大数据研究院披露的数据：自2020年9月起，除5Y外，其他定期存款利率已连续上涨6个月，其中3Y涨幅最大，较2020年9月上涨16.5bp，2年期、1年期、6个月期、3个月期各期限上涨在10bp以内，且长端品种涨幅高于短端。

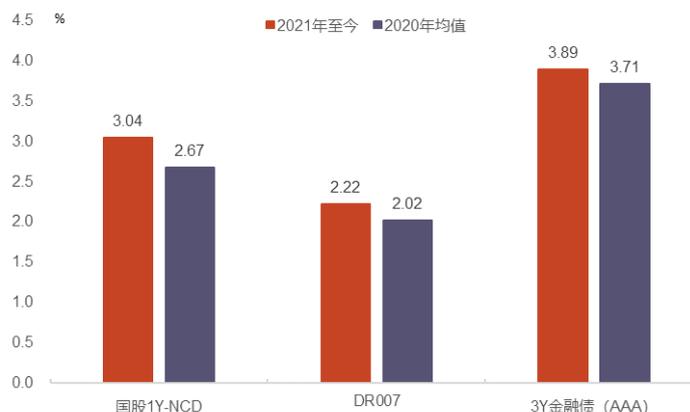
表2：2021年2月份银行整存整取定期存款平均利率情况

	3M	6M	1Y	2Y	3Y
2021年2月份平均利率 (%)	1.46	1.72	2.04	2.76	3.50
较基准利率上浮 (%)	32.9	32.5	36.3	31.3	27.1
环比增幅 (bp)	0.2	0.2	0.7	0.9	1.9
较2020年9月提升幅度 (bp)	1.2	1.5	4.1	9.3	16.5

资料来源：融360大数据研究院，光大证券研究所整理

二是市场利率中枢高位运行，同业负债成本上升。2020年国股1Y-NCD利率均值为2.67%，而2021年至今（截至3月19日）均值为3.04%，较2020年均值抬升37bp。此外，短端利率、金融债发行利率较2020年均值均有10-20bp的抬升，导致今年同业负债成本会出现抬升。

图 7：不同类型市场化负债 2021 年至今利率中枢较 2020 年均出现抬升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年、2021 年 1 月 2 日-3 月 31 日

但同时我们观察到，在整体负债成本上行的同时，机构间有所分化，表现为主动负债和同业负债占比相对较高的银行，例如股份制银行，负债成本压力偏大，但部分国有大行、苏浙沪地区银行，负债压力相对较小。造成这种现象的原因，主要与这些银行的负债结构，以及在地区竞争力有一定关系。

一方面，部分国有大行、苏浙沪地区的城农商行核心负债占比相对较高，负债结构较为扎实，存款资金来源渠道广泛（涵盖零售存款、财政存款、央行资金等），且深耕本地市场，具有较强的市场占有率。年初以来，这些银行零售存款增势较好，且通过引导客户合理安排产品结构和期限结构，努力实现降成本目标。

另一方面，其同业负债占比偏低，尽管市场利率中枢上行，但同业负债成本上行压力相对可控。

2、解释：货币“总闸门”偏紧与负债结构性恶化

2.1、“总闸门”相对偏紧

造成这种现象的原因主要有两个方面：

一是货币供给总闸门收窄，流动性短缺框架下，货币派生能力下滑。对比近 5 年一季度货币投放不难发现，2017-2019 年间，央行净回笼规模不低（2020 年为净投放），但期间分别开展了 TLF、CRA 和降准操作，整体流动性环境相对友好。而 2021 年一季度净回笼约 6000 亿，并未开展其他操作。**初步测算：2021 年一季度外汇占款、政府存款、货币发行以及缴准合计消耗超储近 1.2 万亿。超储率也由年初的 2.2% 降至 3 月份的 1.3% 左右。**

在货币供给总闸门收紧的情况下，结构性流动性短缺框架已基本形成，信贷投放会对超储形成持续消耗，进而导致货币乘数下滑和派生能力减弱。

表 3：近 5 年以来一季度货币投放情况（亿元）

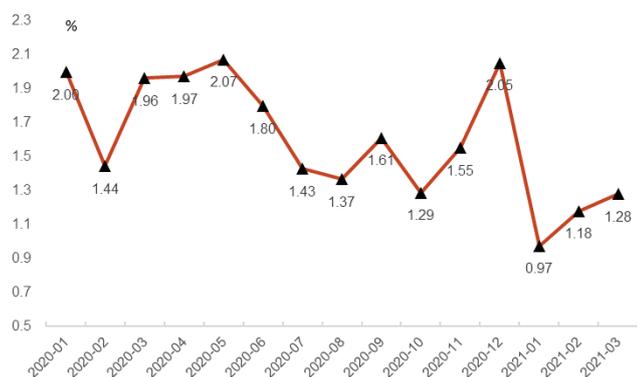
	OMO+MLF+TMLF 净投放	TLF	CRA	普通降准	普惠金融定向降 准
2017	-4180	✓			
2018	-5645		✓		3000
2019	-18060			1%释放 15000	2500
2020	530			0.5%释放 8000	5500
2021	-6005				

资料来源：Wind，光大证券研究所

二是类信贷资产配置力度较弱。随着超储率下降，又逢年初开门红信贷投放量较大，其他信用派生渠道放缓。根据 M2 分解结果，对比 2020 和 2021 年来看：

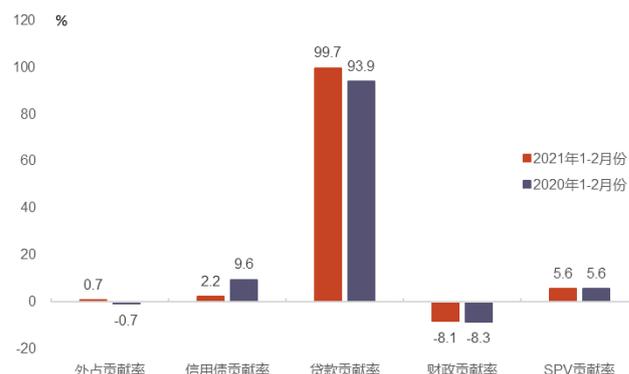
(1) 信贷投放贡献率大幅提升近 6 个百分点，但银行对信用债的配置力度较弱，对 M2 的贡献率下滑 7.4 个百分点。(2) SPV 是一个轧差项，包含委托贷款、信贷贷款等非标投资派生的信用，以及对非银拆放形成的非银存款。2021 年 1-2 月份非标合计新增-1787 亿，同比多减 1297 亿，即影子银行业务规模的萎缩，也是信用派生趋缓的原因之一。

图 8：银行体系超储率模拟结果



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2020 年 1 月-2021 年 3 月

图 9：2020 年、2021 年 1-2 月份 M2 分解结果



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1-2 月、2021 年 1-2 月

2.2、 负债结构性恶化：从“一般存款”向“同业存款”运动带来的流动性不平衡

如前所述，在银行稳存增存压力加大的同时，负债结构趋于恶化，形成了“对公存款—零售存款—同业负债”的迁徙。对于这一现象，可以从两个方面进行解释：

(1) 偏股型基金净申赎较大造成负债结构恶化。年初基金净申赎规模较大，对零售存款持续形成“抽水效应”。数据显示：1-2 月份开放式公募基金（偏股型）净申赎分别为 2921、4477 亿份，3 月份新成立偏股型基金为 2295 亿份，较 2 月份小幅下滑 358 亿份。受此影响，银行负债结构趋于恶化，同业负债占比提升，较为缺乏中长期稳定资金。

图 10：2020 年以来偏股型基金月度净申购情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 3 月

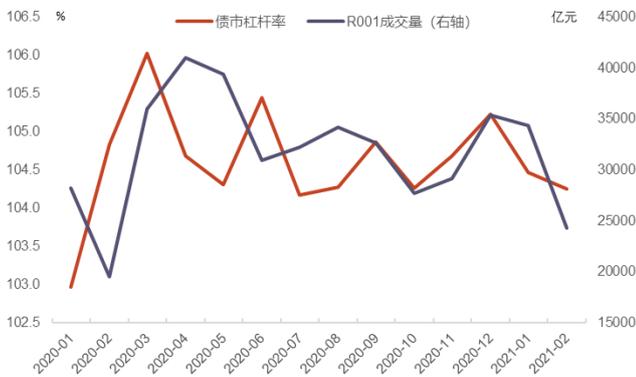
图 11：广义基金增持 NCD 情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 2 月

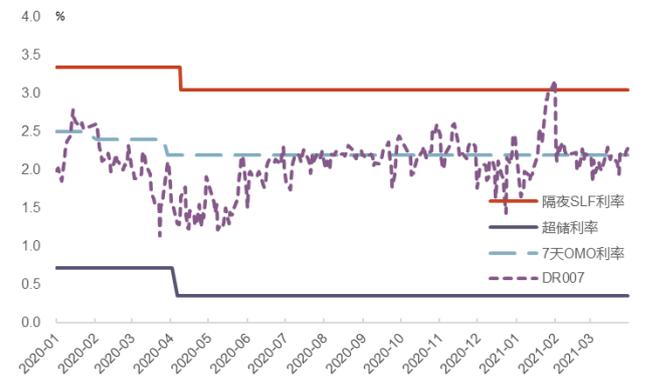
(2) 非银机构流动性较为充裕。随着一般存款向同业负债迁徙，非银机构流动性较为充裕，数据上两点可以印证：一是根据中债登和上清所披露的 2 月份债券托管数据，广义基金增持 NCD 规模约 3200 亿，是 NCD 配置的主力军。二是经过 1 月份的“小钱荒”，市场对货币政策一致性宽松预期被打破，央行持续 OMO 小幅滴灌，也令市场对资金面紧平衡预期较强，导致同业杠杆率下降，R001 成交规模也由前期每日 4-5 万亿降至目前 2-3 万亿，反映出非银机构“滚隔夜”意愿下降。因此，非银机构流动性较为充裕，使得短端资金供需更加均衡，这也能够解释，为何在超储率下降以及央行货币投放较为克制的情况下，短端资金利率依然稳定如一。

图 12：年初以来债市杠杆率和 R001 成交规模出现明显下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 2 月

图 13：DR007 自 2 月份以来稳定如一



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 2 日-2021 年 3 月 31 日

2.3、机构分化：“春节效应”带来存款从城市到乡村的存款搬家

如前所述，今年 1-2 月份，六大行、农商行、农信社存款增长形势较好，但股份制银行一般存款增长较为乏力。造成这种现象的原因主要与春节因素以及异地存款管控政策有关：

一是受春节效应影响，资金从发达城市向县域基层和农村地区流动，国有大行存款增长较好，特别是网点下沉力度较大的邮储银行，预计今年 1-2 月份一般存款增长形势极佳，而农商行、农信社则受益于基层网点优势，一般存款同样录得较好增长。

二是全国性股份制银行整体受制于主要集中于发达地区的网点限制，预计对公存款增长偏弱，零售存款则受到资金跑步入市影响流失现象较为普遍，部分股份制银行可能 1-2 月份一般存款录得负增长，造成司库压力加大，LCR 等流动性监管指标安全边际显著收窄。

三是异地存款管理办法倒逼地方法人银行加大对公存款吸收力度。自 2021 年一季度起，央行已将地方法人银行吸收异地存款情况纳入 MPA，禁止通过各种渠道开办异地存款，已发生的存量存款自然到期结清，一定程度上会对地方法人银行的拓客造成一定限制。因此，年初以来可以看到，尽管存在春节因素导致对公存款向居民储蓄存款迁徙的影响，但地方性城商、农商、农信社和农合社在对公存款方面有所发力，对公存款表现较好。

3、推演：银行存款压力持续性如何？

前文中，我们分析了当前银行存款增长面临的四个压力点，重点回答了“存款去哪了”的问题，即一般存款向同业负债迁徙，以及部分网点下沉较深的国有大行、农商行、农信社存款增势较好。那么，未来负债结构和机构分化是否会出现再平衡，今年银行存款压力会持续多久？我们可以从两个方面进行推演：

3.1、存款结构的再平衡推演

从历史情况看，股市运行与银行负债结构存在一定相关性，我们以沪深 300 指数（月度均值）以及银行一般存款和非银存款每月新增规模（6 个月移动平均值）来进行分析，可以发现两点规律：

图 14：股市运行与银行负债结构呈现一定相关性



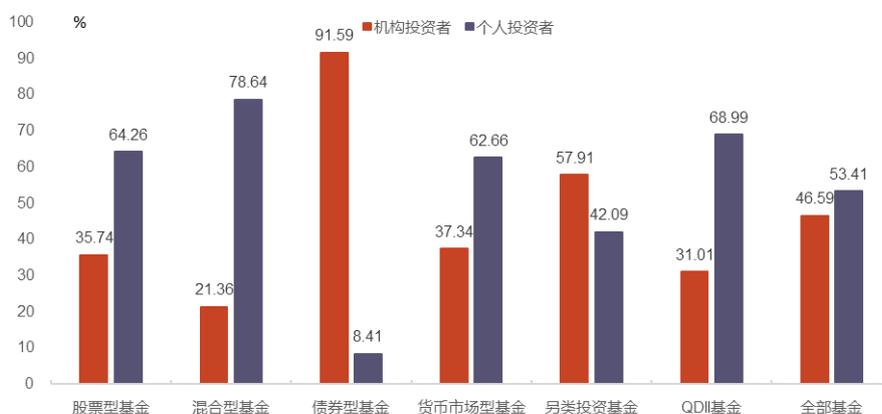
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月-2021 年 2 月

一是股市运行与非银存款之间存在较强正相关性，即当股市处于上行通道时，银行保证金存款增长较快，表现为非银存款的同向运动。

二是银行一般存款与非银存款之间呈现负相关性，即在股市上行时期，会出现一般存款向非银存款的迁徙。

因此，从负债结构再平衡角度看，近期股市出现一定调整，沪深 300 指数跌幅超过 6%，且 3 月为季末月份，预计一般存款与同业负债的“跷跷板”效应将有一定缓解，但较去年同期一般存款增长料将偏弱。

图 15：2020 年基金市场持有人结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年

对于后续演绎，我们有三点判断：

(1) 1-2 月份宏观经济数据呈现出“供给略偏强、需求略偏弱”的特点，但整体仍处于复苏态势中，今年资本市场应为底部震荡抬高过程，基金净申购净额不会出现大幅回落。

(2) 从基金市场投资者结构看，根据 2020 年基金年报披露的数据，个人投资者占比为 53.41%，高于机构投资者。其中，偏股型基金（股票型+混合型）中，个人投资者占比在 70%左右，明显高于机构投资者。考虑到基金公司对于个人投资者在不同类型产品之间的切换成本较低，即便在资本市场出现调整时，个人投资者也可以通过将配置产品由偏股型基金向其他类型基金（如货币基金）转换，进而造成资金持续留存于基金市场。

(3) 今年狭义流动性相对稳定，但广义流动性边际收紧，货币、信贷和社融增速较 2020 年均将出现回落，大资产投放增速放缓导致信用体系收敛，银行核心存款增长乏力现象难有改善，需要适度加大同业负债吸收力度，一般存款与同业负债“跷跷板”效应仍将持续。

3.2、机构分布的再平衡推演

目前市场所处的环境是：经济处于复苏态势，资本市场向好、广谱利率高位运行，整体信用格局收敛。历史上看，2017-2018 年上半年与当前环境较为类似，可以以此推演存款在机构间分布的再平衡。

从 2017-2018 年全年不同类型银行一般存款增长节奏来看，可以得到如下规律：

(1) 六大行一季度一般存款增量占比为 72%，农商行、农信社为 53%，即一季度基本奠定了全年基础，而进入二季度，一般存款增长节奏明显放缓。

(2) 股份制银行一般存款增长更具季节性特点，2017-2018 年 1-2 月份，股份制银行一般存款增长并不理想，增量占比分别为-36%和-5%，而 3 月份和 6 月份一般存款则迎来大幅增长，增量占比维持在 30-40%左右。

总结而言，2017-2018 年期间，**六大行、农商行与城商行一季度一般存款增长非常快，基本奠定了全年存款增长基调。**而上半年股份制银行较弱，期间依赖同业负债支撑，但季末月份一般存款冲量明显，下半年一般存款增势也不弱。

表 3：2017-2018 年不同类型银行一般存款增长节奏（%）

时间	月份	六大行	中小行	股份制银行	城商行	农商行、农信社	春节时点
2017 年	1 月份	25	3	-38	2	28	1 月 28 日
	2 月份	17	7	2	4	12	
	3 月份	30	23	48	15	14	
	4 月份	-20	0	-1	1	-2	
	5 月份	7	2	-6	7	3	
	6 月份	26	25	53	19	14	
	上半年	85	59	58	49	68	
	下半年	15	41	42	51	32	
2018 年	1 月份	26	10	13	2	14	2 月 16 日
	2 月份	6	-6	-18	-14	20	
	3 月份	39	14	14	14	12	
	4 月份	-24	2	8	3	-9	
	5 月份	4	5	3	9	4	
	6 月份	37	22	23	21	21	
	上半年	89	47	43	37	63	
	下半年	11	53	57	63	37	

资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算。表格中的数据为当月/半年一般存款增量占全年一般存款增量比重

从今年情况看，我们有三点判断：

一是货币供给总闸门难有放松空间。在经济数据向好、PPI 进一步走高、信贷投放供需两旺情况下，上半年货币供给总闸门大概率不会放松，利率易上难下，货币政策工具采取 OMO 小幅滴灌+MLF 等量续作的可能性较高。

二是银行一般存款增长和超储补充受到财政支出节奏影响较大。外汇占款、央行投放、货币发行等管道水流量相对有限，在去年财政资金存在一定淤积的情况下，后续需要关注财政资金拨付节奏。

三是影子延续压降态势，信用债配置力度放缓。对于影子银行，2021 年将继续开展“两压一降”，预计 2021 年信托、委托融资规模收缩 1 万亿，弱资质信用主体融资环境并不乐观，2021 年信用债净融资弱于 2020 年。

结合负债结构再平衡、机构间再平衡推演，以及 2021 年市场环境来看，我们对今年银行存款增长情况判断如下：

(1) 整体压力：稳存增存压力高于去年。今年货币金融环境较去年收紧，信用派生放缓，银行体系存款增长压力高于去年，若央行不通过降准或超额投放 MLF 等方式补充中长期资金，银行稳存增存压力难以得到缓解。

(2) 负债结构：进入非银市场的资金难有大幅回流空间，非季末月份股份制银行一般存款增长不容乐观，同业负债占比进一步提升。特别是 4-5 月份，资金面易紧难松，预计司库需要加大 NCD 发行和净融入力度，届时广谱利率将进一步上冲。

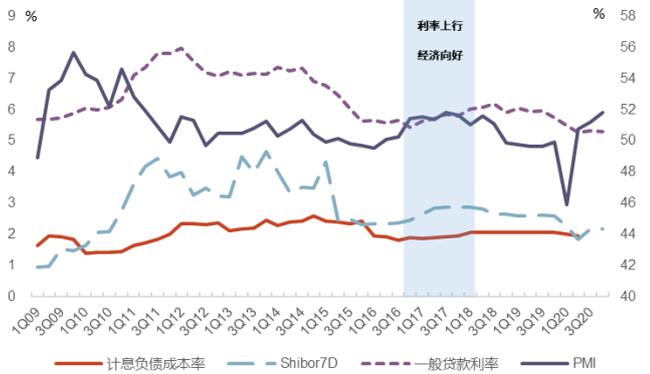
(3) 机构分化：一般存款在机构间的分化，将主要在季末月份进行再平衡，且更多表现为股份制银行在下旬冲量，而这种冲量所形成的资金缺乏稳定性，往往跨季后即出现大幅流失。

4、从负债端看银行股投资逻辑

4.1、历史上存款增长承压背景下银行的基本面表现

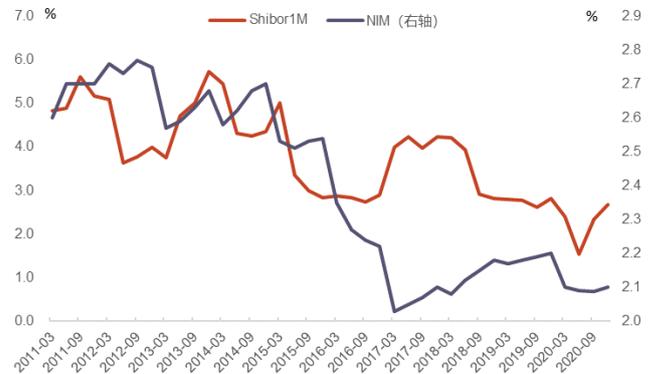
如前所述，今年银行体系整体负债压力高于 2020 年，综合负债成本有望进一步提升，而这一现象较为类似于 2017-2018 年上半年。在此期间，PMI 逐步上行，一般贷款利率和资金利率也均处于上行通道。因此，存款增长承压、负债成本上行对应的市场环境，往往是经济向好、利率上行时期。

图 16：2017-2018 年市场化境处于经济向好，利率上行阶段



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2009 年一季度-2020 年四季度

图 17：NIM 与 Shibor1M 运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2011 年 3 月-2020 年 12 月

那么在这一时期，银行基本面会有何表现？我们可以分别从净利息收入和非息收入两个方面，来判断这一时期银行经营情况。

从净利息收入增长情况看，在 2017-2018 年上半年期间，随着市场利率高位运行，银行 NIM 同步趋于改善，由底部 2.03% 上行至 2.12%。同时可以看到，这一时期银行净利息收入也出现上行，由底部 -5.07% 一度上行至 7.61%。

图 18：银行净利息收入同比增速与非息收入占比情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2012 年一季度-2020 年二季度

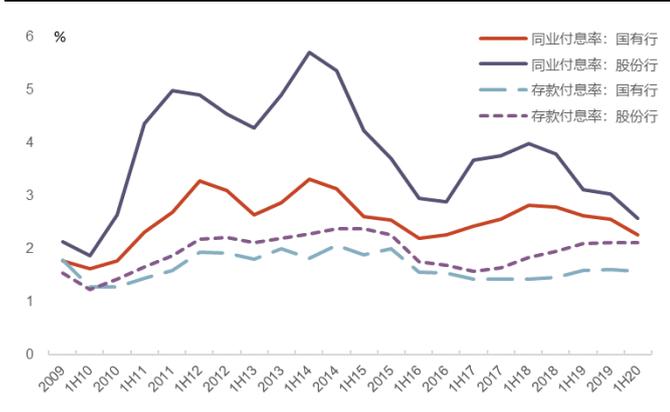
图 19：国有银行和股份制银行 NIM 运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2009 年一季度-2020 年二季度

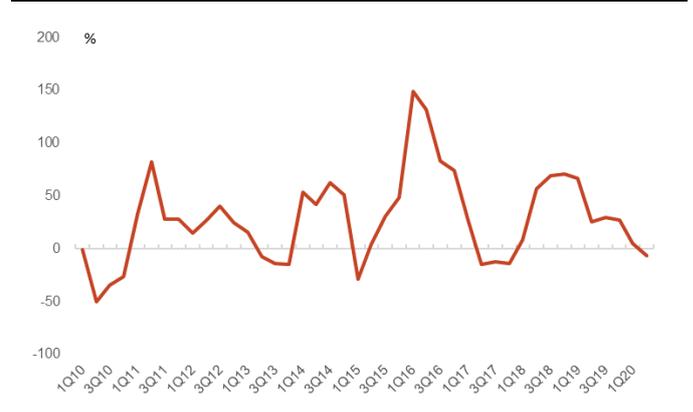
区分不同类型银行来看，在 2017-2018 年上半年期间，国有银行 NIM 由 1.96% 上行至 2.05%，股份制银行 NIM 由 1.83% 下行至 1.78%，即在利率上行时期，国有银行 NIM 表现要优于股份制银行，反倒是 2018 年下半年政策转松后，利率趋于下行时，国有行与股份制银行的 NIM 开始收敛。我们可以看到，在 2017 年-2018 年上半年期间，伴随着广谱利率的上行，国有行的同业付息率上行幅度明显不及股份制银行，而存款付息率基本保持稳定，在负债端优势较为明显。

图 20：2017-2018 年上半年国有行负债端成本优势较为明显



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2009 年上半年-2020 年上半年

图 21：2017-2018 年上半年银行投资类收益增速大幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010 年一季度-2020 年二季度

从非息收入增长情况看，在 2017-2018 年上半年期间，非息收入占比有所下滑，由 25.29% 降至 23.67%。这固然有强监管环境下，资管行业面临理财净值化、打破刚性等监管措施，理财管理费收入明显下降，使得非息业务收入面临挑战。同时，利率上行也使得非息收入中的债券配置等投资类收益出现较大浮亏，上市银行 2017 年全年录得超过 10% 的负增长。

因此，若基于历史表现看银行基本面，存款增长和负债成本承压，往往对应经济向好和利率上行时期，银行 NIM 整体趋于改善，但国有大行由于负债端的优势，NIM 表现优于股份制银行。而广谱利率的高位运行则会对非息收入中的投资类收益产生负向影响。

4.2、 负债端优势的银行将出现相对收益

从今年情况看，当前市场环境处于经济复苏向好、信用收敛、资金面紧平衡状态，尽管货币金融环境收紧、以及强监管力度不及 2017-2018 年上半年，但总体环境具有一定相似度。对于银行而言：

一方面，国有银行负债端具有比较优势。随着信用派生放缓、稳存增存压力以及广谱利率上行，会推高银行综合负债成本，但机构间存在一定分化，即主动负债和同业负债占比相对较高的股份制银行，负债成本压力偏大，但部分国有大行，以及苏浙沪地区深耕本地市场、零售业务较强的城农商行，负债压力相对较小。

另一方面，一般贷款利率今年呈现缓慢爬坡态势。在经济向好、广谱利率高位运行、负债成本承压的情况下，今年一般贷款利率存在上行动力，但在降低实体经济融资成本依然不变的目标导向下，预计 MPA 对贷款利率点差的考核，在今年大概率会延续下去，但在扣减分项容忍度上会适度予以放松，预计全年一般贷款利率呈现缓慢爬坡之势。

综合来看，今年银行 NIM 的压力点主要在于负债成本、LPR 下调后的贷款重定价等方面，预计会小幅承压，而非息收入一季度表现不佳，特别是投资类收益在广谱利率高位运行下将出现一定浮亏。分机构看，国有行因具有较强的存款增长基础和负债成本优势，NIM 表现可能会优于股份制银行。因此，这种业绩差的表现，应当体现在公司的估值上。

图 22：利率上行时期，股份制银行与国有大行估值差收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2009 年 1 月-2021 年 2 月

图 23：存贷差加大时期，股份制银行与国有大行估值差收敛



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2009 年 1 月-2021 年 2 月

我们用股份制银行与五大行 2009 年 1 月-2021 年 2 月的 pb 差，作为衡量估值差的指标。可以看到：

(1) 在 2017-2018 年上半年利率上行时期，整体信用环境收紧，银行存款板块资金来源与运用不匹配现象加剧，贷款与 M2 增速差由 1.3% 上行至 5%。在此期间，股份制银行与五大行的估值差处于收敛状态，并一度逼近 0 附近。

(2) 随着 2018 年下半年货币政策重新转为宽松，市场利率转为下行，存贷不匹配现象得到缓解，股份制银行与五大行的估值差触底反弹并再度扩大。

由此可见，股份制银行与国有大行估值差的收敛，一般出现在经济向好、政策收紧时期。此时广谱利率上行，信用体系边际收敛，稳存增存压力开始加大，国有大行由于存款基础较强，受市场环境的影响有限，估值表现存在相对收益。

5、从负债成本看债券市场投资逻辑

5.1、银行债券配置的“四部曲”

若从负债端看债券市场投资逻辑，其传导机制主要为流动性充裕程度、资产收益率以及负债成本率高低等渠道，归根结底映射为银行对债券配置行为的分析。从业务层面出发，银行配置债券资产主要分为四步走：

(1) **额度分配**。计划财务部在年初全行资产负债规划中，会基于市场形势、历史规律、业务部门需求以及 RWA 额度情况，向金融市场部分配债券配置额度。其中，RWA 额度是约束债券配置的重要原因，因为银行会优先保证信贷资产的 RWA 额度，债券资产所分配到的额度明显低于信贷资产。

(2) **流动性与利率风险限额**。在获得相应的配置额度后，金融市场部还会受到其他因素的影响，比较重要的是要满足计划财务部所下达的流动性与利率风险限额要求。例如，计划财务部会下达优质债券配置比例（利率债配置规模占全部债券规模比重）、 Δ EVA（衡量债券资产配置久期的利率风险指标）等。因此，银

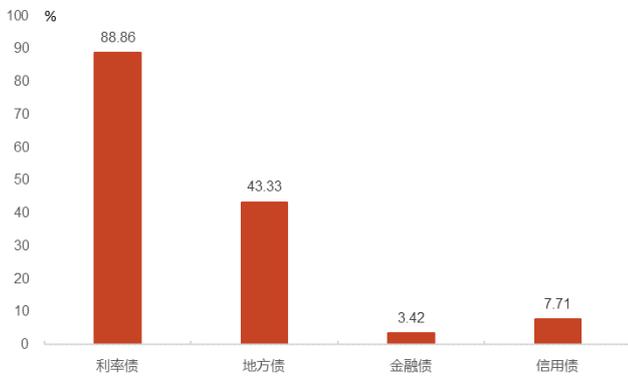
行对于债券资产的配置风险偏好要明显低于广义基金，利率债配置比重近 90%，其中地方债占比超过 40%，而金融债、信用债配置比例较低。

(3) 收益考核要求。对于现券配置的考核，不同银行的要求存在一定差异。例如，部分银行考核债券的账面收益(对于配置盘而言，按债券票面利率每日摊息)，部分银行则考核债券 FTP 收益率，还有部分银行甚至根据实际收益率进行考核，即用名义收益率扣减信用成本、税收成本、资本成本等。

(4) 日间流动性情况。在同时满足 RWA 额度、流动性与利率风险限额的情况下，银行根据收益考核要求，完成债券配置策略安排后，日常业务操作也要取决于日间流动性情况。当日间流动性较为充裕时，银行可用于债券资产配置的资本充足，可适度加大债券配置力度。

基于上述分析，**银行配置特别是对于利率债的配置意愿主要取决于三个方面：一是配债能力，二是流动性需求，三是收益考核。具体而言：**

图 24：银行债券配置结构



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月

图 25：国债收益率与可用资金呈现一定反比例关系



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2009 年 1 月-2021 年 2 月

配债能力方面，我们构造可用资金指标（同比增速）来衡量银行用于配置非信贷类资产的资金充裕程度，即可用资金=银行总负债规模-信贷规模。可以看到，**国债收益率与可用资金呈现一定反比例关系**，这一点在 2015 年以后体现较为明显。从今年情况看，银行稳存增存压力加大，而信贷投放料将维持稳定，可用于配置非信贷类资产的资金规模下降，一定程度上不利于债市表现。

流动性需求方面，由于我们无法获得今年银行最新的 LCR 和 NSFR 数据，但从资产负债结构来看，1-2 月份负债结构趋于恶化，一般存款向同业负债的迁徙，会对流动性监管指标造成负面影响，特别是股份制银行 LCR 下滑幅度较大。从改善流动性、补充高流动性资产角度看，银行可能会鼓励加大优质债券的配置力度，以夯实 HQLA。

收益考核方面，测算结果显示：

(1) 在各类资产中，住房按揭贷款 EVA 水平最高，为 3.26%，国债、国开债 EVA 分别为 3.20%和 3.21%，与按揭贷款较为接近，应是银行重点配置的优质资产。年初资产负债规划中，基于早投放早受益考虑，按揭贷款投放量依然较高，但后续会因房地产贷款集中度指标管控而放缓，债券配置价值更为凸显。

(2) 地方债 EVA 为 3%，略低于国债和国开债水平，但由于地方债配置能够获得地方政府的财政资金支持，具有派生收益，其实际 EVA 更高。同时，进入二季度，预计政府债券将开始放量发行，届时银行也有配置地方债的需求。

表 4：银行各类资产 EVA 比价表

	对公贷款	住房按揭贷款	信用卡	普惠小微贷款	10Y 国债	10Y 国开债	5Y 地方债 (AAA)	1Y 企业债 (AAA)	同业非标投资	拆放非银
平均资产收益率	4.61%	5.32%	7.20%	4.92%	3.20%	3.63%	3.29%	3.00%	6.90%	2.20%
平均负债成本率	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%
税收成本率	0.93%	1.14%	1.72%	0.74%	0.00%	0.42%	0.00%	0.43%	1.24%	0.06%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%	0.00%	0.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%
资本占用成本	1.45%	0.73%	0.73%	1.09%	0.00%	0.00%	0.29%	1.45%	1.45%	1.45%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%	0.00%	0.00%	20.00%	100.00%	100.00%	100.00%
ROE	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
CAR	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
信用风险成本	2.10%	0.30%	1.90%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%	0.00%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	0.46%	3.26%	2.96%	-2.32%	3.20%	3.21%	3.00%	1.12%	1.21%	0.69%

资料来源：各类资产平均资产收益率、平均负债成本率、增值税率、所得税率、风险权重、ROE、CAR 数据均来自 Wind 和银保监会官网，税收成本率、存款派生收益率和 EVA 由光大证券研究所整理测算

5.2、 银行债券投资的思考与选择

近期，债券利率结束了 3 月中下旬以来每日 1-2bp 的下行趋势，转而调整为小幅震荡，期间 10Y 国债二级市场交易利率维持在 3.18-3.20% 区间运行。我们认为，经过前期“流动性偏松+风险偏好 risk off+配置盘提前抢跑”后，债市目前较为纠结，多空因素博弈相对均衡，噪音较多。

现阶段市场所纠结的几个关键要素主要是：（1）尽管整个宏观经济仍处于复苏向好阶段，但幅度力度是否已出现边际减弱；（2）美国经济、美债利率、美元指数对国内利率的传导效应；（3）二季度市场形势，包括资金面、政府债券发行力度、通胀压力等；（4）股债“跷跷板”效应的延续性。

对于上述问题，我们已在《利率向下拐点真的来了吗？》和《票据利率“逆季节性”走低的背后》报告中作了详细回答，核心结论是对利率的阶段性下行不应过于乐观，需警惕二季度 4-5 月份利率的上行风险。

纵观近期市场的主要观点，无论是看多、看空，亦或是相对中性，都提到了利率在二季度是否存在最后一跌的问题，其背后的逻辑是：经过 3 月中下旬利率持续缓慢下行调整，当前利率点位性价比较前期减弱，市场担忧追涨空间有限和二季度的右侧风险，希望利率向上调整到一定点位，加仓会更加坚定。

从银行配置角度看，我们提出如下建议：

（1）二季度利率面临的环境较 3 月份而言并不友好，这一点已是市场的基本共识，至少在当前阶段谈利率拐点，仍言之尚早，二季度存在右侧风险。但我国利率自 2020 年 5 月份以来的上行时间段，已持续超过 10 个月，风险已得到有效缓释，并已表现出对利空因素的钝化，后续大幅冲高的空间并不大。

（2）全年来看，我们认为，2021 年利率大波段机会难以寻觅，今年并非债市牛年，下半年或有一定松动空间，但仍将维持 3.0-3.3% 的区间震荡。

（3）对于银行而言，今年年初时点进场已出现浮亏，在全年收益考核目标下，后续压力会更大。因此，我们多次建议，二季度应“逢高配置”，且市场在利率上行调整之机，也会加大配置力度，利率阶段性突破 3.3% 时可以更加乐观。在

这一策略安排下，债券市值净价安全边际较高，不会出现类似于一季度的明显浮亏，票息策略也有助于降低收益考核压力。

6、风险分析

- 1) 全球大宗商品价格高位运行，输入型通胀压力加大，需警惕国内通胀压力超预期情况下，货币政策会持续收紧。
- 2) 今年信用体系整体呈现收敛态势，表内信用投放与去年大体持平，但表外融资延续压降态势，弱资质信用主体现金流压力加大，需警惕信用过度紧缩对经济复苏产生冲击。
- 3) 今年银行稳存增存压力加大，特别是股份制银行可能面临系统性负债压力，可能会对信贷投放形成约束。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE