

# 存款利率下行是必然趋势，对头部银行影响积极

增持（维持）

2021年06月19日

证券分析师 马祥云

执业证号：S0600519020002

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航

taozhh@dwzq.com.cn

事件：据券商中国等媒体报道，银行大额存单等定期存款产品利率将下调。我们认为存款利率下行是必然趋势，去年至今已出台了一系列政策“降低银行负债成本”，对头部银行的负债成本构成利好，但也对中小银行揽储带来挑战。此外，我们认为无论是定期存款利率下行，还是近期 T+0 理财产品受新政策影响收益率走低，都不会推动存款资金大规模“向权益资产搬家”。

## 投资要点

■ 存款价格上限目前仍受到自律机制约束，6月初监管调整利率报价方式时，市场已预期利率可能下行。

我国利率市场化循序渐进，虽然2019年8月LPR改革加速了贷款利率市场化的进程，但目前存款的定价仍然要参考基准利率，并且由央行通过自律机制来管控上限。央行此前明确表态，存款基准利率将是我国利率体系的“压舱石”，所以在可预见的未来，我国存款利率上限都将受到自律机制的约束。不过，自2015年10月以来，存款基准利率已经多年没有调整，目前1年期、3年期的存款基准利率分别是1.50%、2.75%。

实际揽储层面，自律机制允许商业银行根据基准利率上浮定价。长期以来，多数地区的自律机制要求：i) 对20万以上的大额存单，国有行/股份及城商行/农商行的定价上限分别为基准上浮50%/52%/55%，这意味着1年期和3年期大额存单的最高利率是2.325%和4.2625%，实践中大量的中小银行选择“顶格上浮”（表1）。ii) 对小额普通存款，上限为基准利率上浮50%，所以部分中小银行的3年期普通存款利率达到4.125%；iii) 近年来银行推出形形色色的智能存款，灵活运用计息方式和提前支取规则提升实际收益，跨过定价上限，但这种模式已于2020年被监管禁止。

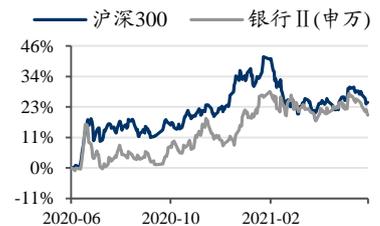
本次引导存款利率下行的背景，是6月1日召开的市场利率定价自律机制工作会议，会议调整了存款利率报价方式，由原先“基准利率上浮一定百分比”调整为“基准利率+上浮点数”，相当于和贷款LPR报价方式接轨。报价方式调整后，市场已经预期监管将下调存款利率的“上浮程度”，以降低银行负债成本，保证利差稳定。结合媒体报道，以国有大行为例，三年期大额存单原先的利率上限是2.75%\*150%=4.125%，但改为“加点上限75BP”后，利率上限被降低至2.75%+0.75%=3.50%。

■ 降低存款利率是降低银行负债成本的关键步骤，2020年以来一系列政策均有利于缓解银行负债端的成本压力。

2020年新一轮降息周期以来，银行贷款利率快速下行，而负债端占比最高的存款由于竞争激烈，所以价格刚性、难以下行，导致净息差快速收窄。监管层去年以来，已经推出一系列政策，全面规范银行各类“高息揽储”工具，包括压降结构性存款、禁止“靠档计息”、禁止地方法人银行异地揽储、取缔互联网存款等（表2）。我们认为，如今各类“高息揽储”工具被全面限制后，再降低存款中的大额存单利率上限，能够更有效且平稳地推动银行负债成本降低，即保证政策效果，又平滑监管冲击。

现阶段，居民已经很难买到高收益率的储蓄或理财产品。一方面，2018年资管新规后，旧的预期收益型理财产品打破刚兑、期限拉长、收益率下行，规模也逐步收缩，而新的净值型理财产品收益率波动，偶有浮亏。另一方面，对表内各类存款的诸多监管政策也明显会压低利率水平。此外，最近现金管理类理财新规落地，我们此前多次强调，在新规影响下，T+0理财产品的收益率也会逐步下行，向货币基金收益率趋近（图1）。

## 行业走势



## 相关研究

- 1、《零售金融追踪：工行牵手高盛，海外龙头资管加速入华》2021-05-26
- 2、《银行业投资策略：贷款利率回升，信用成本回落，利润加速增长》2021-05-24
- 3、《2021/04 社融&金融数据点评：社融与M2增速回落，信贷保持韧性》2021-05-13

不过，我们认为 T+0 现金管理类理财产品的规模并不会大幅收缩，截止一季度末，此类产品规模达到 7.34 万亿，占银行理财总规模的 29.3%（图 2、3）。尽管新政策会导致其收益率降低，但考虑居民已没有其他高收益率+高流动性的理财工具可供替换，我们预计现金管理类理财产品未来将保持当前体量，同时其他类型的理财产品有望增长。

■ **对银行而言，存款利率下行有利于负债成本降低，但也影响吸储能力，头部银行更受益。**

商业银行的负债结构中，存款的规模占比最高，且定价刚性，近年来存款的平均定价成本不断上行（图表 4），而金融同业负债的成本跟随市场波动。2020 年，由于金融市场利率快速下行，所以股份行为代表的中型银行负债成本反而受益，因为他们的负债结构中，金融同业负债占比相对高，成本显著下行。不过，2021 年随着市场利率回升，金融同业负债成本的红利反而成了拖累，负债成本上行、冲击利差。

本次引导存款利率下行，对所有银行的存款成本、负债成本都产生正面影响，缓解了存款成本压力，有利于稳定银行利差。不过，定期存款、大额存单的吸引力也会小幅下降，这可能不利于银行揽储。综合来看，具备客户粘性和网点优势的银行会相对更受益，他们在零售端的客群和存款来源更稳定。反观中小银行，在“高息揽储”能力降低后，如何吸引新增存款将成为更大的挑战。

■ **存款利率下行对金融市场的影响相对有限，我们认为存款资金不会“流入股市”。**

虽然从长期逻辑来看，利率持续下行确实会降低存款、固定收益理财等工具在居民端的吸引力，间接利好权益基金等工具。但我们认为本次大额存单利率降低，不会造成资金明显流出存款产品、流入权益市场。实际上，大额存单承接的显然都是低风险偏好的安全稳健型资金，而 T+0 现金管理类理财产品承接的是居民需要时刻保持高流动性的“零用钱”，这两类资金对收益率都不敏感。我们认为，无论是本次大额存单利率下行，还是近期监管新规落地后导致 T+0 现金管理类理财收益率下行，都不会对股市或权益基金形成显著的资金流入。此外，关于银行理财子公司发行权益产品、投资权益市场，我们从长期角度看好增量资金入市，但短期预计此类产品规模的增长也不明显。

■ **投资建议：下半年继续看好银行股上涨行情，贷款利率回升，存款成本下行，利润加速增长，银行股估值调整后 will 迎接新一轮上涨。**

下半年我们继续鲜明看多银行股，核心逻辑包括：①我们预计贷款利率二、三季度仍有上行空间，同时存款成本开始降低，期待净息差二季度企稳，下半年有望回升；②资产质量稳定，新生成不良率继续回落，上市银行信用成本率预计保持低位，进而推动二、三季度净利润加速增长；③财富管理业务保持高成长，打开头部零售银行的估值上行空间。个股推荐方面，重点推荐核心零售银行**招商银行、宁波银行**；仍然看好国有大行的绝对收益行情，重点推荐**建设银行**；关注高成长性的城商行**成都银行**。

■ **风险提示：1) 区域信用风险暴露影响银行资产质量指标；2) 银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄；3) 银行利润持续下滑。**

表 1: 此前部分商业银行的部分大额存单产品利率

商业银行	产品期限	起售金额	定价利率	较基准上浮
工商银行	1 年期	20 万	2.25%	50%
	3 年期	20 万	4.125%	50%
招商银行	1 年期	20 万	2.18%	45.33%
	3 年期	20 万	3.41%	24%
	1 年期	30 万	2.28%	52%
	3 年期	30 万	3.46%	25.82%
中信银行	1 年期	20 万	2.22%	48%
	3 年期	20 万	3.90%	41.82%
	3 年期	50 万	4%	45.45%
天津银行	1 年期	20 万	2.28%	52%
	3 年期	20 万	4.18%	52%
新郑农商银行	1 年期	20 万	2.325%	55%
	3 年期	20 万	4.2625%	55%

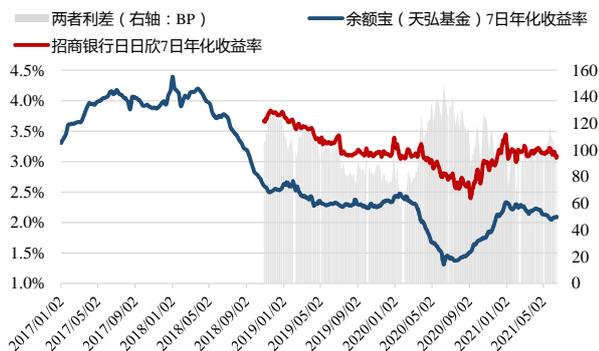
数据来源: 各家银行官方网站及手机银行 APP, 东吴证券研究所汇总

表 2: 针对商业银行存款的监管政策及导向梳理

时间	政策	监管核心要求
2018/04	市场利率定价自律机制放宽大额存单的利率上限	对不同类型银行分不同程度放宽大额存单利率上限, 国有行/股份及城商行/农商行的大额存单利率上限分别提升至基准上浮 50%/52%/55%, 利率市场化再进一步
2018/06	《银保监会、央行关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	禁止银行采取“违规返利”、“通过第三方中介”等七种手段违规吸收和虚假增加存款
2018/12	央行窗口指导智能存款	对智能存款产品未来可能会限量限价
2019/05	监管部门会议要求和窗口指导“高息揽储”	要求清理按日均规模分档计息的活期存款产品, 并清理和停办利率和存款金额挂钩的创新存款产品, 并通过窗口指导严查违规结构性存款
2019/10	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	限制(没有交易资质的)中小银行以结构性存款“高息揽储”, 重点关注银行资质及“假结构”问题。2020 年 10 月过渡期结束后, 结构性存款将收益率降低、规模压缩、结构化更真实
2019/12	《关于全国市场利率定价自律机制规范定期存款提前支取靠档计息有关要求》	窗口指导在全国范围内叫停靠档计息的定期存款, 并要求 2020 年末之前, 相关存款产品压缩至零; 大额存单提前支取规则亦将适用该规定
2020/03	《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》	要求严格执行存款利率和计息管理有关规定, 整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款“创新”产品, 同时将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围
2020/06	银保监会窗口指导结构性存款	进一步规范结构性存款, 尤其关注企业通过结构性存款套利、形成资金空转问题, 要求部分银行在年底前逐步压降至年初规模的三分之二
2020/11	央行金融稳定局局长孙天琦撰文《线上平台存款——数字金融和金融监管的一个产品案例》	提出需要明确互联网存款业务的准入条件、风险管理等要求, 根据监管评级、经营情况、资本金及风险管理能力等设定业务门槛及业务规模上限, 尤其需要明确哪类银行不能做该类业务
2020/12	六大国有银行正式叫停存款的靠档计息	自 2021 年 1 月 1 日起, 提前支取靠档计息的个人大额存单、定期存款等产品, 计息方式由靠档计息调整为活期存款挂牌利率计息
2020/12	央行金融稳定局局长孙天琦再次谈及互联网存款	认为互联网金融平台开展存款类金融业务, 属“无证驾驶”的非法金融活动, 也应纳入金融监管范围
2021/01	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	银行不得通过非自营网络平台开展定期和定活两便存款业务; 银行自营的网络存款严格遵守利率定价自律机制及计息规则, 不得不当营销; 地方银行的互联网存款业务要立足于服务所在区域客户
2021/06	市场利率定价自律机制工作会议在北京召开	调整存款利率报价方式, 由原先“基准利率上浮一定百分比”调整为“基准利率+上浮点数”, 和贷款 LPR 报价方式接轨

数据来源: 中国人民银行, 银保监会, 东吴证券研究所汇总

图 1：现金管理类理财收益率未来将趋近于货币基金



数据来源：招商银行官网，Wind，东吴证券研究所

图 2：2021/03 净值型银行理财产品的占比跃升至 73%



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图 3：现金管理类 T+0 银行理财产品规模高速增长



数据来源：银行业理财市场年报，东吴证券研究所

图 4：商业银行负债端的存款成本仍然保持刚性



数据来源：上市银行财务报告，东吴证券研究所测算

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

