

宏观点评 20231222

如何理解年末存款降息？

2023年12月22日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《2024年货币政策的三个“锚”》

2023-12-20

《地方化债之下，2024年基建如何“挑大梁”？》

2023-12-18

■ **如何理解年末存款利率的再次下调？**我们认为直接原因依旧是银行体系负债成本持续承压。2023年第三季度商业银行净息差环比降1pct至1.73%，连续三季度低于1.80%银行自律监管合意水平，考虑到后续存量房贷降息以及地方化债开展，年末银行净息差难言边际改善。

定期存款增速水平仍居高位，广义资金空转现象持续。11月住户定期存款余额同比增速19.9%，持续处于近十年以来的高位，M2-M1剪刀差持续走阔，其中非银存款增速在汇率贬值压力下呈回落态势，反映实体经济活化水平不足，更多高定价的长定期存款拖累银行负债端成本。

贷款利率定价持续下行。今年6、8月LPR两次调降叠加贷款需求有限，三季度金融机构对企业贷款加权平均利率环比回落13bp至3.82%。与此同时近期房企出险问题持续，国有大行陆续表态拟支持房企融资，若最终方案落地，地产供给问题将边际缓解，但也势必增加银行的风险敞口与负担。部分住房贷款利率宽松也将在年初重定价，进一步挤压银行资产端收益。当下存款降息以提升银行负债成本管控及抗风险能力的迫切性上升。

■ **存款利率下调会是央行降息的“序幕”吗？**

以史为鉴，近两年的三次存款降息与央行政策利率降息均有紧密的时间关系：

①疫情持续扰动导致经济下行压力增大，2022年8月中旬MLF与LPR先后调降，约一个月后的9月15日国股银行下调存款挂牌利率，是自2015年10月以及存款利率市场化调整机制落地后的首次调降。

②在疫后经济复苏放缓以及银行净息差边际大幅收窄背景下，2023年6月8日国股银行再次下调存款挂牌利率，仅5天后央行即下调OMO利率开启新一轮降息以加强逆周期调节。

③年中政治局会议后政策加码，2023年8月中旬央行年内二次降息，三季度银行净息差依旧在历史低位徘徊，且存款定期化、长期化现象持续，仅半个月后的9月4日国股银行即“补降”存款挂牌利率。

■ **而当下内部诉求不减，外部压力趋缓，我们认为明年年初降息的空间正在逐步打开，不排除2024年1月MLF利率调降的可能：**一方面，四季度经济复苏的动能尚不牢固，近期投资与价格数据波动，制造业PMI、出口同比增速已经回到6月降息前的格局，反映实体对持续的逆周期调节诉求仍高。

另一方面，12月美联储转向信号下外部汇率压力边际缓解。美元指数与中美利差视角下的人民币汇率贬值超调现象逐渐收敛，汇率波动趋近于正常弹性水平，“稳汇率”对央行货币宽松的制约或有减轻。

■ **存款利率下调对债市有何影响？**短期来看，存款降息一定程度上已经带动广谱利率下行，也可能推动居民储蓄向理财等资管产品转化，改善资金市场供需，推动利率回落。明年年初来看，受投放平滑指导的信贷“开门红”或仍具有一定季节性前置，专项债提前批支持“三大工程”可能不小，明年一季度资金面尚存趋紧压力。

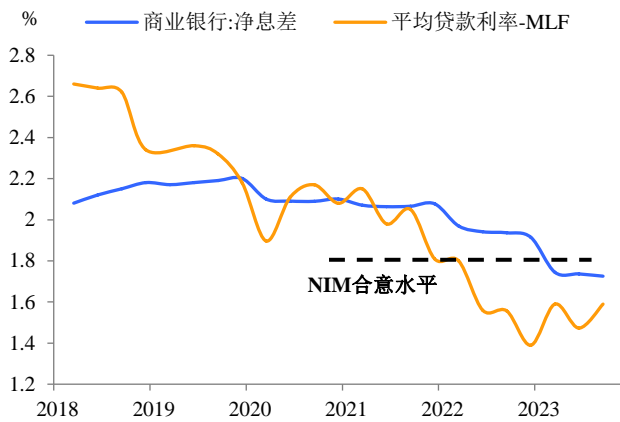
■ **风险提示：**货币政策定力超预期；海外提前进入衰退导致出口超预期萎缩；信贷投放节奏超预期。

图1: 2022年9月至今的四次存款挂牌利率调整

		五大行存款挂牌利率历次调整				
		2022.9前	2022.9	2023.6	2023.9	2023.12
活期存款		0.30	0.25	0.20	0.20	0.20
	降幅 (bp)	--	5	5	0	0
定期存款 (整存整取)	3M	1.35	1.25	1.25	1.25	1.15
	降幅 (bp)	--	10	0	0	10
	6M	1.55	1.45	1.45	1.45	1.35
	降幅 (bp)	--	10	0	0	10
	1Y	1.75	1.65	1.65	1.55	1.45
	降幅 (bp)	--	10	0	10	10
	2Y	2.25	2.15	2.05	1.85	1.65
	降幅 (bp)	--	10	10	20	20
	3Y	2.75	2.60	2.45	2.20	1.95
	降幅 (bp)	--	15	15	25	25
5Y	2.75	2.65	2.50	2.25	2.00	
降幅 (bp)	--	10	15	25	25	

数据来源: 建设银行, 工商银行, 东吴证券研究所

图2: 商业银行净息差承压



注: 季度数据, 数据截至 2023/9
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 居民定期存款增速仍处高位



注: 月度数据, 数据截至 2023/11
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：以史为鉴，近两年的三次存款降息与央行政策利率降息均有紧密的时间关系

存款降息时间	三年期定存利率降幅	最近一次央行降息		商业银行净息差
		时间关系	MLF降幅 1Y LPR降幅	
2022.9	15bp	2022.8.15 MLF降息 → 2022.9.15 存款降息	10bp 15bp	1.94%
2023.6	15bp	2023.6.8 存款降息 → 2023.6.13 OMO降息	15bp 10bp	1.74%
2023.9	25bp	2023.8.15 MLF降息 → 2023.9.1 存款降息	15bp 10bp	1.73%
2023.12	25bp	2023.12.22 存款降息 → ?	? ?	

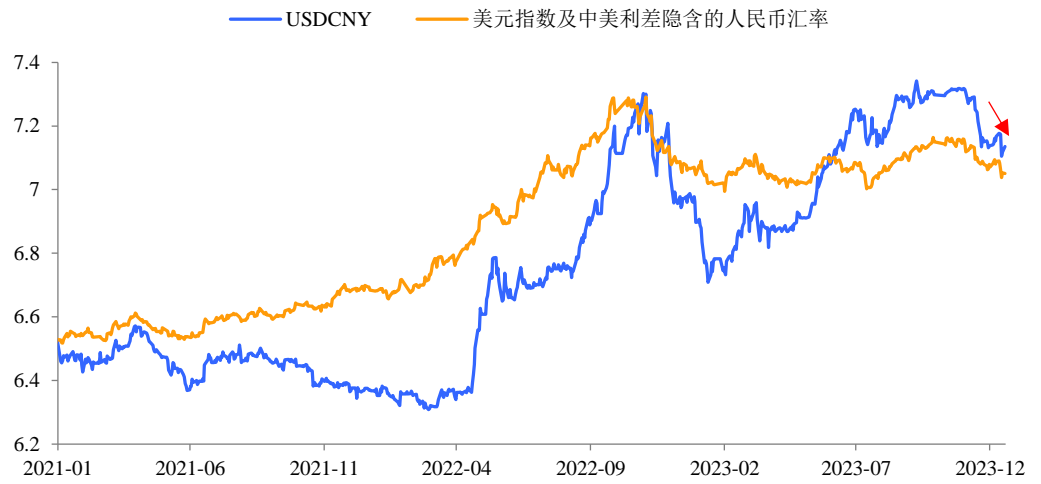
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图5：制造业 PMI、出口同比增速已经回到 6 月降息前的格局

连续第二个月制造业 PMI 低于 50 的时点	PMI 连续低于 50 持续的时间	出口同比萎缩超过 5%	货币政策操作	基建政策	人民币汇率
2023年11月	2个月	2023年5月-10月	?	增发万亿国债	升值
2023年5月	2个月	2023年5月	2023年6、8月降息 (MLF&LPR) +9月降准	2023年8-9月专项债发行节奏明显加快	贬值
2022年11月	3个月	2022年11月、12月	2022年11月降准	2022年11月提前下达2023年部分新增专项债务限额	贬值
2022年8月	2个月	\	2022年8月降息 (MLF&LPR)	2022年8月增加开发性金融工具额度+9月补充增加专项债结存限额	贬值
2022年4月	3个月	\	2022年4月降准+5月降息 (LPR)	2022年6月设立开发性金融工具	贬值
2021年10月	2个月	\	2021年12月降准+降息 (MLF&LPR)	2021年12月提前下达2022年部分新增专项债务限额	升值
\	\	2020年3月	2020年4月降准+降息 (MLF&LPR)	2020年4月发改委首次明确“新基建”范围	升值
2019年6月	6个月	\	2019年5月降准+9月降息 (MLF&LPR)	2019年6月允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金	贬值
2019年1月	3个月	\	2019年1月降准	2019年1月雄安新区深化改革与扩大开放指导意见发布	升值
\	\	2016年9月、10月、12月	\	2016年两部委印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》	升值
2015年9月	7个月	2015年7-8月、10-11月	2015年8月降准+10月降息	2015年12月持续推进、规范PPP项目、成立亚洲基础设施投资银行	贬值
2015年2月	2个月	2015年3-4月	2015年2月降准+3月降息	2015年4月发改委、财政部推进PPP项目	平稳
2012年9月	2个月	\	\	2012年9月国家主席在APEC峰会上表示“加大对基础设施建设的财政性资金支持”	平稳
2008年11月	5个月	2009年3-10月	2008年11月降准+降息	2008年11月国常会部署扩大内需促进经济增长的十项措施	平稳

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图6: 近期人民币汇率贬值超调现象已大幅缓解



注: 日度数据, 数据截至 2023/12/20

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),北交所基准指数为北证 50 指数,具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

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>