



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

第四轮存款利率调降或启动，1月大概率降息

——工行下调存款利率点评

日期：2023年12月22日

分析师：张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《能源跌价助力美国通胀放缓，关注服务涨价》

——2023年12月18日

《如期不加息，美联储转鸽》

——2023年12月18日

《社融反弹并未动摇债市看多基础》

——2023年12月14日

■ 主要观点

第一轮存款利率调降跨度周期长。

2022年9月工行为代表的国有大行率先下调存款利率，招行等股份行也跟进了，但渤海银行、南京银行等规模稍小的银行并没有下调存款利率。2023年4月发布的《合格审慎评估实施办法》对存款利率下调低于合意幅度的银行进行扣分处理，5月份渤海银行、南京银行等才跟进降低存款利率。

第二轮存款利率下调后央行马上降息。

4月份经济数据较一季度出现回落：制造业PMI跌破荣枯线，固投增速下滑，经济下行压力加大。第二轮存款利率下调比较快速，2023年6月8日至12日，工行代表的国有行、招行代表的大股份行、渤海银行代表的小股份行先后下调存款利率，很快完成了调降。负债端利率下调后，资产端利率也很快下调：13号下调逆回购利率，15号下调MLF利率，20号下调LPR利率。可以看到这一轮降息非常迅速，负债端、资产端在一个月内先后完成下调。

第三轮存款利率下调滞后于降息政策。

由于7月份的数据表现依旧不理想：制造业PMI仍在荣枯线以下，工业增加值同比增速下滑，固投增速继续下滑，社零环比负增长，经济下行压力大。2023年8月在没有下调存款利率的前提下央行率先降息：2023年8月15日，MLF与逆回购利率分别下调15BP和10BP，21号1年LPR下调10BP。9月1日，商业银行马上启动第三轮存款利率调降，应对净息差收窄的压力。

第四轮存款利率调降或启动。

12月21日工行率先调降存款利率，我们认为这可能是第四轮存款利率调降的起点。根据前三轮存款调降的经验，我们认为工行之后其他四大行会很快跟进，然后是大的股份行，最后是小股份行、城商行等。

我们预估1月央行降息政策或落地。

存款利率降低后商业银行净息差扩大，就创造了资产端利率下降的空间。目前商业银行净息差较窄，经营压力大，我们认为央行想降息必须先把存款利率降下来，前面几轮存款利率调降后才开始有降息

的操作。第三次情况紧急先降资产端利率，但是很快就启动存款利率下调。12月底完成第四轮存款利率调降，1月份央行降低逆回购、MLF与LPR的条件就成熟。

按照经验，我们认为1月降息幅度可能为10BP。

工行存款利率调降的幅度比前三轮都要大，相比9月，这次1年以内的存款利率也下调了10BP，其他期限调降幅度与9月相同。长期限的调降幅度更大，3年期、5年期调降25BP，2年调降20BP。按照此推测，我们认为1月逆回购和MLF利率下调幅度可能在10BP。

■ 投资建议

利率债并未充分反映该事件，看好后续短端利率下降空间。

21号下午工行公布此消息，利率债表现有限，10年国债期货上涨0.11%，10年现券收益率下降3.21BP，1年与6个月品种降幅更低，分别为2.50BP、1.45BP。因此我们认为利率债行情并没有充分反映此事件，后续继续看好利率尤其是短端利率的下降空间。

■ 风险提示

降息落地不及预期；

经济表现超预期；

稳增长政策超预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。