

2024年4月15日

银行业点评

超配

存款利率下行如何影响债市

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 银行

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：BPC378
证券分析师：	陈俊良	021-60933163	chenjunliang@guosen.com.cn	执证编码：BPP885

核心观点：

为了缓解净息差下行压力，预计2024年存款利率或出现多轮下调，此外，银行会继续减少对存款的利息补贴以及利息之外的费用，进一步压降存款的隐性成本。一般而言，存款利率下调主要通过四个途径影响债券市场，（1）存款利率下降，市场降息预期加强，进而传导债券市场；（2）银行资金成本下降，对资产端收益率要求降低，低收益和低风险的债券配置性价比提升；（3）存款利率下降后对居民吸引力下降，居民增配理财、债基等固收产品。银行自营和理财、债基对债券配置需求不一样，影响债券市场；（4）手工补息行为禁止后，大型银行存款增速回落，中小银行存款增速提升，而由于大型银行和中小银行债券配置行为差异较大，影响债券市场。

其中，降息预期增强对债券市场影响最大，2017年之前存款利率和十年期国债收益率高度相关，主要就是存贷款基准利率传导机制下，存款利率的下调意味着进入降息周期。但我们判断此轮存款利率调降核心目的是缓解银行净息差下行压力。同时，考虑到我国汇率仍有贬值压力，降息具有很强的指示意义，对汇率冲击较大。因此，短期内存款利率调降并不会改变市场的降息预期。

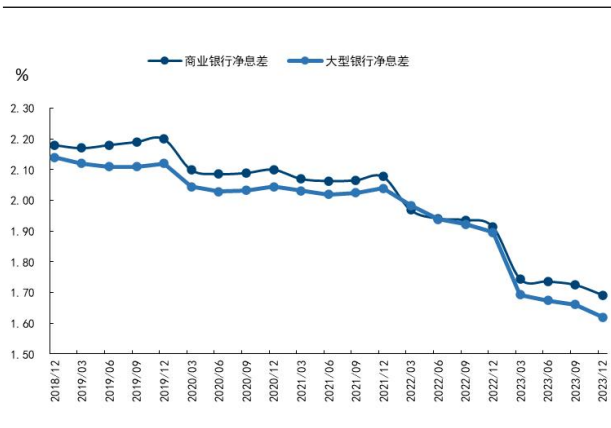
资金成本方面，银行债券配置主要基于“剩余可用资金”理论，资金成本并不是银行配置债券的首要考虑因素。不同类型银行方面，加大对手工补息等高息揽存行为监管对大行存款冲击更大，中小银行存款增速提升更利好信用债，在政府债供给规模较大的情况下，大行存款增速回落或会对利率债带来一定冲击；另外，中小银行债券配置交易盘比重较高，会使得债券市场波动加大。但2024年经济不是强复苏环境，大行信贷投放仍需发力，大行会持续加大揽存力度，预计存款结构扭转的概率很低，因此对债市影响有限。考虑到居民风险偏好仍处在低位，以及借鉴2014-2015年存款利率下降和2020-2021年结构性存款规模下降的历史经验，我们认为实体部门增配理财和债基的现象将延续，但大概率不会出现存款大规模流失的现象。因此，我们认为2024年存款利率下行对债市的利好需要谨慎看待，2017年以来存款利率和债市利率经常出现背离，新利率传导机制下存款利率滞后于资产端利率。

2024年存款利率或面临多轮下调，缓解净息差压力

为了缓解银行业净息差下行压力，2022年以来存款挂牌利率多次下调，但由于存款定期化趋势加剧等因素，银行整体存款成本却不断上行。2024年初以来，由于银行信用派生货币增量下降，存款新增规模同比少增（参考2023年3月27日外发报告《从M2派生原理来理解存款的少增和分化》）；同时，由于实体部门增加了理财和债基等金融产品配置力度，一般存款有所分流，因此开门红压力下银行不得不加大揽存力度，高息揽存（手工贴息或者以利息之外的费用补贴形式）现象进一步加剧。但由于疫情疤痕效应仍存，以及我国坚定高质量发展转型之路，房地产市场持续低迷，居民消费恢复较为缓慢，银行资产荒压力较大，贷款收益率仍有下行压力，资负两端承压使得银行业净息差压力进一步加大。为了缓解净息差下行压力，近期多家银行进一步下调了存款挂牌利率，另外，财联社披露招商银行不再新发三年期、五年期大额存单产品额度，以及利率定价自律机制近日已发布的《关于禁止通过手工补息高息揽储 维护存款市场竞争秩序的倡议》明确，银行不得以任何形式向客户承诺或支付突破存款利率授权上限的补息，此前违规作出的补息承诺，在付息日一律不得支付。银行应立即开展自查，并于2024年4月底前完成整改。

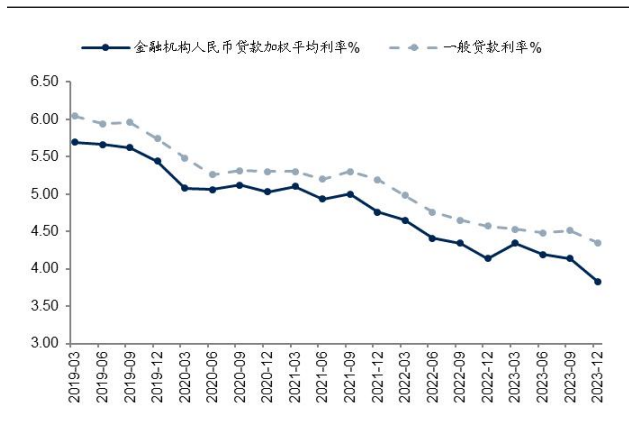
考虑到银行净息差压力，预计 2024 年存款利率或出现多轮下调，以进一步压降银行负债端成本。此外，商业银行会减少对存款的利息补贴以及利息之外的费用，进一步压降存款的隐性成本。

图1：商业银行净息差降至低位



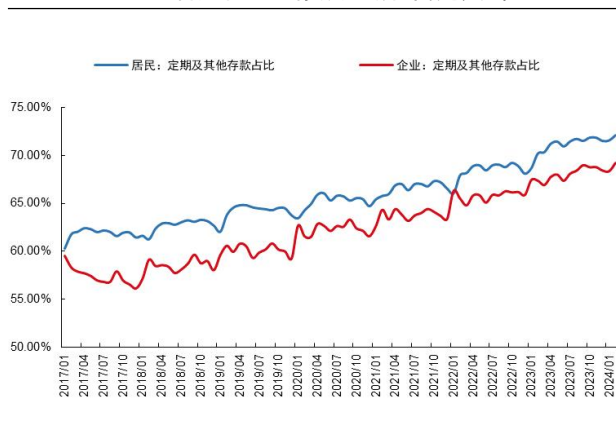
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图2：信贷需求不强，贷款利率处在低位



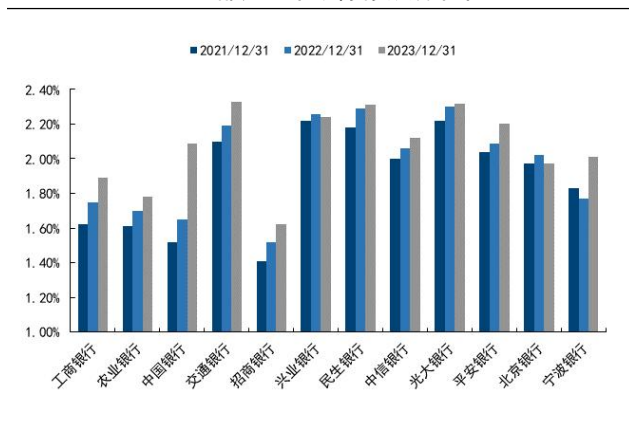
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图3：居民和企业存款定期化问题突出



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图4：部分上市银行存款成本率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

存款利率下调对债市影响的四个途径

一般而言，存款利率下调主要通过以下三个途径影响债券市场，

- 途径一：带来银行资金成本下降，对资产端收益率要求降低，低收益和低风险的债券配置性价比提升。
- 途径二：存款利率下降后对居民吸引力下降，居民储蓄意愿下降。一般情况下，选择存款类产品的居民风险偏好较低，会主要增配低风险的理财和债基。银行自营和理财和债基对债券配置需求不一样，进而影响债券市场。
- 途径三：存款利率下降，市场降息预期加强，进而传导影响债券市场。

另外，此次对于手工补息行为的严监管，不仅会带来存款利率的下降，也会影响不同类型银行的揽存行为。因为手工补息在国有大行中更为常见，虽然部分中小银行也存在这种行为。因此，还会通过以下途径影响债券市场：

■ 途径四：手工补息行为禁止后，大型银行优势有所弱化，大型银行存款增速回落，中小银行存款增速有所提升。由于大型银行和中小银行债券配置行为差异较大，会影响债券市场。

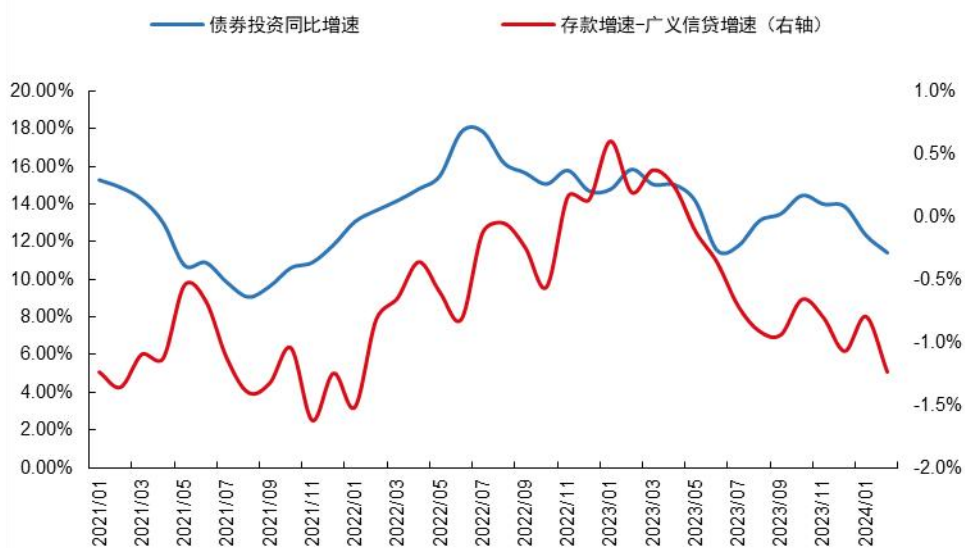
其中，降息预期增强对债券市场影响最大，但上文我们分析此轮存款利率调降核心目的是缓解银行的净息差下行压力。同时，考虑到我国汇率仍有贬值压力，降息具有很强的指示意义，对汇率冲击较大。因此，短期内存款利率调降并不会改变市场的降息预期。

资金成本下降对银行债券配置影响有限

我们判断，银行债券配置主要基于的是“剩余可用资金”理论，资金成本并不是银行配置债券的首要考虑因素。银行资产主要包括信贷、债券及非标等投资类资产和同业资产。信贷是银行盈利的主要来源（非标视为类信贷，主要是为了规避监管），也是维系客户的重要手段，债券和同业资产（指传统的同业资产，用于调剂资金余缺）主要作用是调节银行内部流动性，债券盈利性好于同业资产，但流动性不及同业资产。一般而言，银行资产配置的第一顺位是信贷，债券投资业务基本是作为存贷款等业务的辅助手段，以实现安全性、流动性和盈利性的协调统一，这不只是权衡贷款和债券的收益与风险后的结果，另外还考虑了监管要求、政府债券供给等因素。

总体而言，银行债券配置的核心逻辑可总结为“剩余可用资金”理论，属于被动配置，是在满足信贷（含非标）投放后，剩余可用资金在综合考虑流动性和盈利性后确定的资产配置。另外，我国商业银行作为利率债主要持有者，银行债券配置还会受到利率债供给影响。银行资金成本是债券配置考虑的一个因素，但不是核心因素。

图5：银行债券投资增速和可用资金增速（存款增速-广义信贷增速）相关性较高

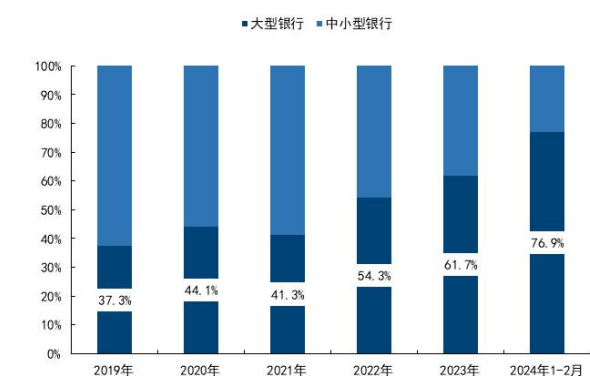


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

不同类型银行存款变动对债市影响

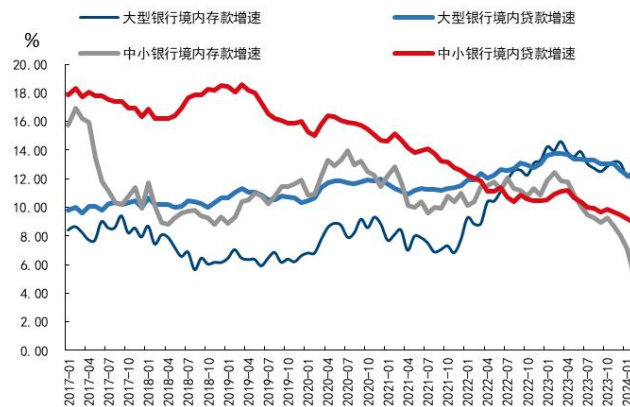
上文我们提到手工补息行为主要发生在对公业务，国有大行更为常见。主要是稳增长政策引导下，2022年以来国有大行加大信贷投放力度，资产负债相匹配驱动下，大行不断加大揽存力度，存款持续高增，2023年国有大行新增存款市场份额达到61.7%，2024年前两月进一步提升至76.9%。因此，加大手工补息等高息揽存行为监管对大行存款的冲击更大，我们认为大行和中小行存款增速会有所收敛，但在新形势下差异或长期存在。

图6：不同类型银行新增存款占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

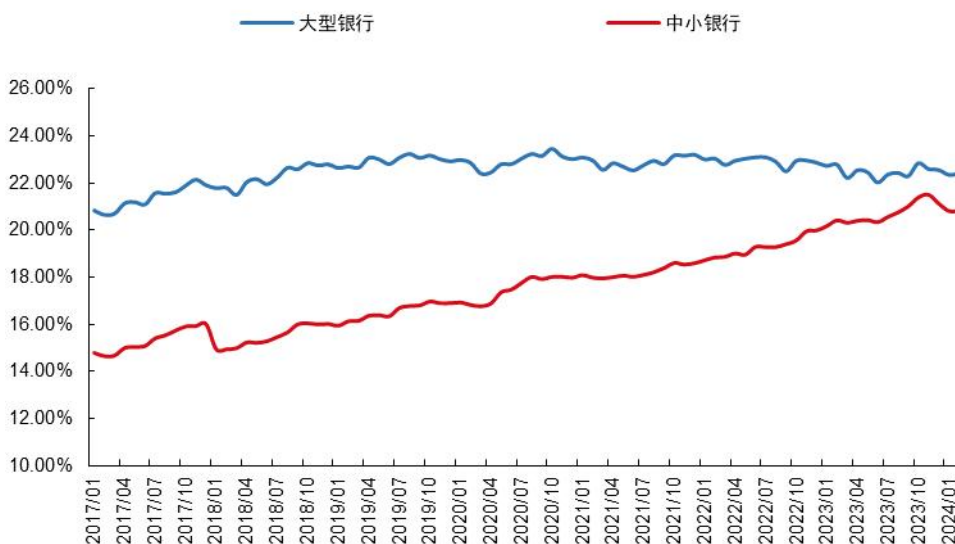
图7：国有大行存款持续高增



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

以工商银行和渝农商行为例，工商银行债券以配置盘为主，且主要持有政府债券。渝农商行交易盘占比更高，配置的企业债券和金融机构债券比例也更高。因此，如果配置风格不出现大变，中小银行存款增速的提升或更利好信用债，在政府债供给规模较大的情况下，大行存款增速回落或会对债券利率带来一定冲击。另外，交易盘比重提升会使得债券市场波动加大。

图8：不同类型银行债券配置占资金运用比重



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

表 1：工商银行和渝农商行 2023 年末债券投资情况

	工商银行	渝农商行
1、FVTPL		
政府债券	1.6%	0.2%
公共机构及准政府债券	0.3%	0.1%
金融机构债券	2.0%	1.5%
公司债券	0.8%	1.3%
合计	4.7%	3.1%
2、FVOCI		
政府债券	9.4%	3.5%
公共机构及准政府债券	1.6%	15.9%
金融机构债券	2.6%	9.2%
公司债券	5.0%	1.9%
合计	18.6%	30.5%
3、AC		
政府债券	66.1%	38.8%
公共机构及准政府债券	5.2%	13.0%
金融机构债券	4.8%	7.0%
公司债券	0.6%	7.6%
合计	76.6%	66.4%

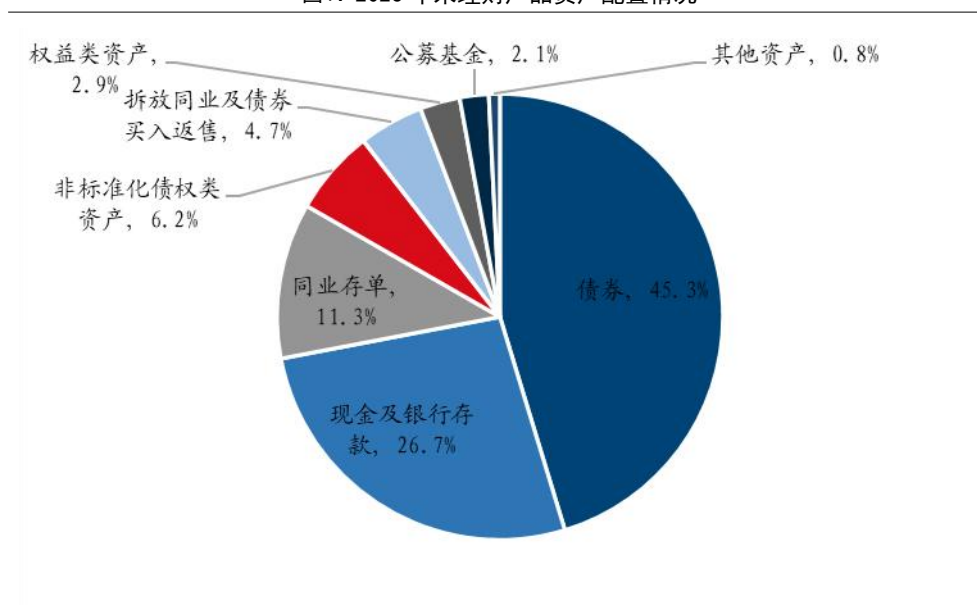
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理。注：政府债券工商银行统计的是政府及中央银行债券；公共机构及准政府债券工商银行统计的政策性银行债券。

预计存款不会大规模流向理财，谨慎看待存款利率下降对债市的利好

● 居民增配理财和债基，但预计存款不会大规模流出

与银行自营相比较，理财配置债券比重更高，且以信用债为主，因此居民增配理财利好信用债市场。2023 年末，理财产品配置债券的比重为 45.3%，其中信用债占 42.12%，利率债占 3.20%。

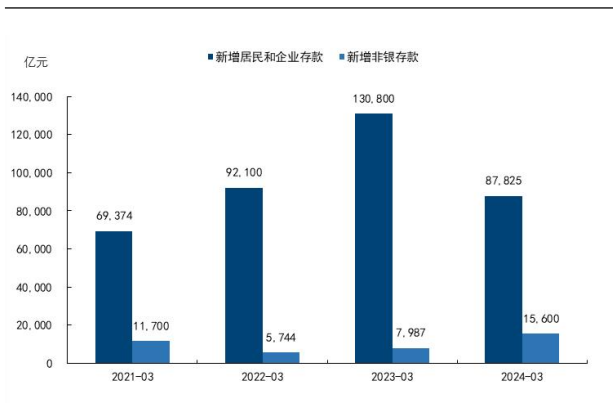
图 9：2023 年末理财产品资产配置情况



资料来源：银行业理财登记托管中心，国信证券经济研究所整理

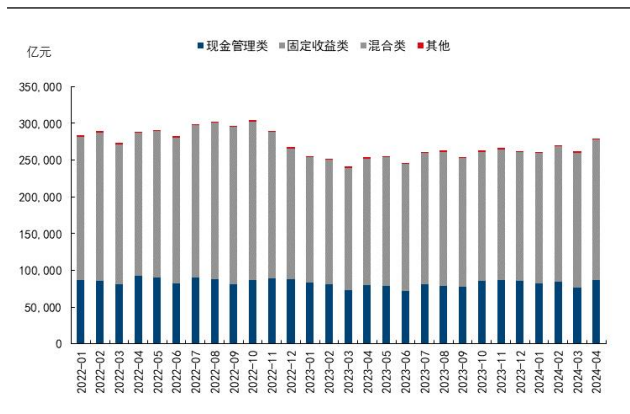
今年以来，居民配置理财和债基等低风险产品的比例已经有所回升。一季度居民新增存款虽依然高增，但较2022-2023年一季度均有所少增。同时，一季度新增非银存款1.56万亿元，明显高于往年同期，表明一季度居民或增配了理财等金融产品。根据普益标准统计，最新理财产品存续规模为27.98万亿元，较年初增加了1.77万亿元。主要是理财产品收益率相对于存款利率性价比有所提升，另一方面伴随经济的稳步复苏和资本市场的边际回暖，居民风险偏好略有提升。

图10: 2024年一季度非银存款高增



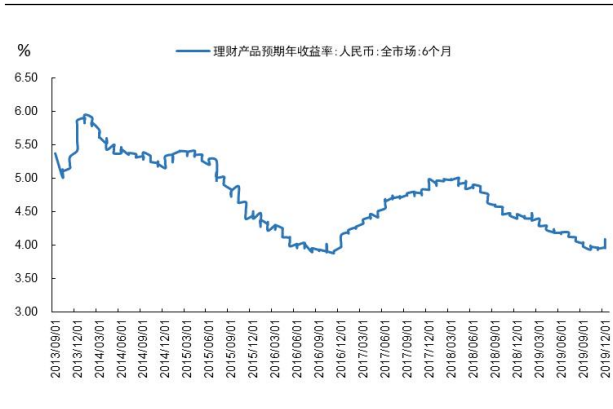
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图11: 理财产品存续规模



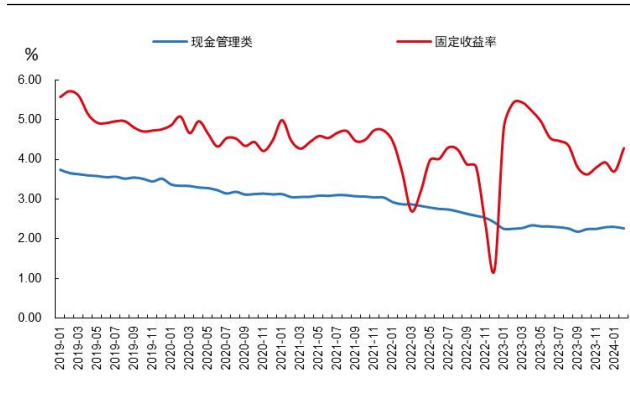
资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理。注: 截止2024/4/14。

图12: 6个月理财产品预期收益率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图13: 现金管理类和固定收益率理财产品年化收益率



资料来源: 普益标准, 国信证券经济研究所整理。注: 截止2024/4/14。

我们认为居民增配理财和债基的现象仍将延续，但大概率不会出现存款大规模流失的现象。影响居民金融资产配置的因素众多，难以准确测算，只能做一个粗略的预判。

(1) 存款利率下降时期历史经验: 2015-2017年也出现过存款利率大幅下降的情况，居民存款占存款总额的比例从2015年底的40.6%降至2017年末的39.5%，小幅下降1个百分点。从理财和存款收益率比较来看，以工商银行为例，个人定期存款利率从2015年的3.26%降至2017年的2.43%，而WIND统计的同期6个月理财产品收益率持续处在4.0%之上，2017年且不断上行至5.0%左右。根据普益标准统计，目前现金管理类理财产品年化收益率不到2.3%，固定收益率理财产品年化收益率约4.0%，2019年初两类产品年化收益率约为3.7%和5.5%。因此，如果从存款和理财产品收益率比较来看，此轮理财产品相对存款的吸引力超过2015-2017年。

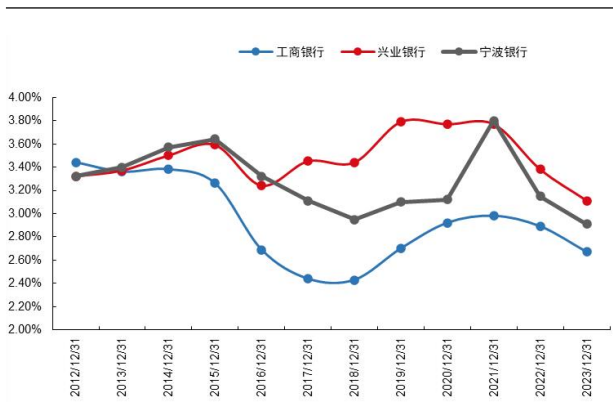
(2) 高息存款严监管历史经验: 2019年以来结构性存款监管持续加强，2020-2021年结构性存款规模出现回落。该阶段企业存款增速有所回落，但居民存款增长稳定，居民和企业存款合计占存款总额的比重保持基本稳定，高息存款严监管并没有带来存款的大规模流失。

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注: 以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司-经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

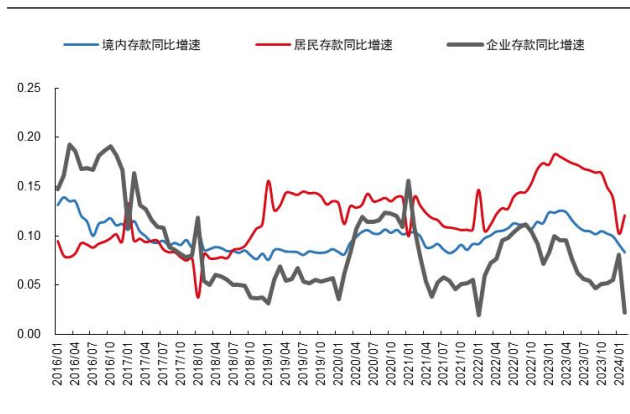
(3) 考虑到当前疫情疤痕效应仍存，居民可支配收入增速处在较低水平，未来仍面临较大的不确定性，居民风险偏好理论上低于 2015-2017 年，这也反映在当前更高的储蓄意愿上。2023 年一季度固收类理财产品收益率大幅提升，但相对应的居民存款持续高增，理财产品规模提升缓慢。因此，我们预计 2024 年存款利率下调不会带来居民存款大规模流向理财等金融产品。

图 14: 工商银行个人定期利率走势



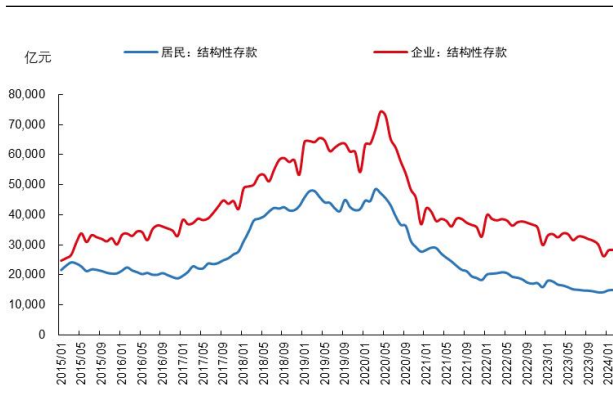
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 15: 不同类型存款同比增速



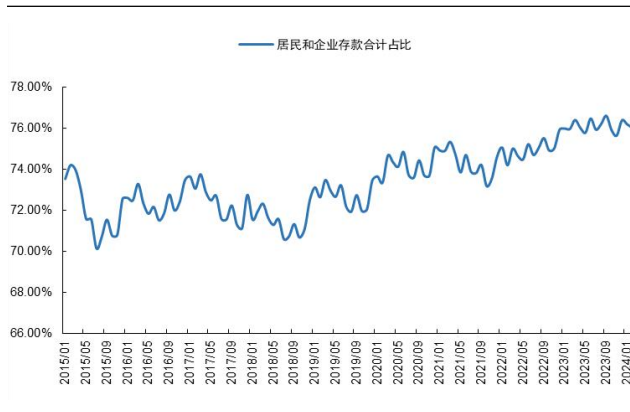
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2020-2021 年结构性存款规模大幅回落



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 居民和企业存款占比



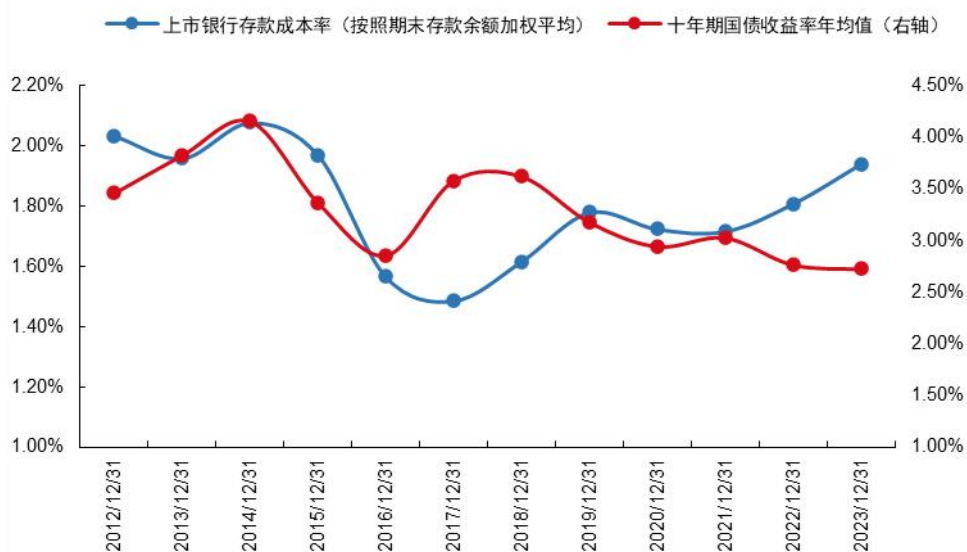
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

● 需要谨慎看待 2024 年存款利率下调对债市的利好

2017 年以来，存款利率和十年期国债收益率相关度大幅背离。2017 年前存款利率和十年期国债收益率高度相关，主要是当时存贷款基准利率传导机制下，存款利率的下调意味着进入降息周期，因此国债收益率会伴随存款利率下调而下降，即上述我们指出的传导效果最强的途径三。但伴随存款利率机制向市场化阶段调整，存款利率滞后性日益明显，尤其是，2022 年 4 月人民银行指出，参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。初步形成了“政策利率——1 年 LPR 和 10 年国债利率——存款利率”的传导机制，以资产端利率决定负债端利率。因此，当前利率传导机制下，存款利率下调对降息的指导意义明显下降。

考虑到资金成本不是银行自营配置债券的主要考虑因素，同时低风险偏好环境下存款流向理财的规模有限等因素，我们认为 2024 年存款利率下调对债市的利好需要谨慎看待。

图 18: 2017 年以来存款成本率和国债收益率相关度大幅下降



资料来源: WIND, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议

我们判断二季度市场对于政策和经济的预期会朝着有利方向变化，政策持续引导降低存款成本来缓解净息差下行压力。因此，我们判断一季度银行业绩完成寻底。当前银行板块估值处于低位，后续业绩增长预期平稳，估值下行风险很小。若宏观经济持续恢复向好，有望推动银行板块的估值修复，我们维持行业“超配”评级。

个股方面，一是建议在行业整体低估值的情况下布局长期前景优秀的银行，包括招商银行、宁波银行；二是推荐以中小微客群为主、特色鲜明的小型农商行，如常熟银行；三是对于追求低波动、绝对收益的资金，建议关注股息率较高且分红记录稳定的银行。

风险提示

若宏观经济大幅下行，可能从净息差、资产质量等多方面影响银行业。

相关研究报告：

- 《银行理财 2024 年 4 月月报-理财如何增量又增收》——2024-04-10
- 《2024 年二季度银行股投资策略-高股息稳健，高成长跑出超额收益》——2024-04-04
- 《银行业点评-从 M2 派生原理来理解存款的少增和分化》——2024-03-27
- 《海外银行镜鉴系列-泡沫破灭后，日本银行如何生存？》——2024-03-12
- 《银行理财 2024 年 3 月月报-保险资管借道收窄，理财配债意愿增强》——2024-03-06

Information Disclosures

Stock ratings, sector ratings and related definitions

Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Buy	Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Accumulate	Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.
Reduce	Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.
Sell	Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.

Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

Outperform	Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.
Neutral	Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral.
Underperform	Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.

Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

研究报告仅代表分析员个人观点，请务必阅读正文之后的免责声明。

注：以上数据均来自官方披露、公司资料，国信证券股份有限公司 - 经济研究所（简称：“国信证券经济研究所”）整理

信息披露

公司评级、行业评级及相关定义

公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

买入	相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。
增持	相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。
减持	相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。
卖出	相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。

行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

跑赢大市	相对表现超过 5%，或行业基本面良好。
中性	相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。
跑输大市	相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。

利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。