

银行业专题

2024年净息差影响因素定量分析

优于大市

核心观点

预计2024年LPR下降概率较低。货币政策对净息差影响最为直接，预测净息差首先需要预判LPR。预计2024年LPR下降概率低，一是人民币面临贬值压力大，对我国降息形成比较强的掣肘。二是我国间接融资为主，银行业保持合理利润和净息差有其必要性。因此，后续测算不考虑LPR下降的可能性。

贷款端：贷款重定价影响可控，新发放贷款利率是核心影响因素。另外，2023存量按揭一次性调整对2024年净息差绝对水平没有影响，但对同比降幅影响延续至三季度。贷款平均利率取决于：（1）新发放贷款利率，包括贷款净增部分和存量贷款到期重新投放部分，利率受LPR和加点两个因素影响，近年来下降幅度较大。根据测算，即使二季度开始新发放贷款利率能够企稳，过去一年新发放贷款利率的降幅就会拖累2024年贷款利率下降约11bps，对应拖累净息差下降约7bps。并且实际中，新发放贷款利率仍面临下行压力。（2）贷款重定价因素，推算出贷款重定价拖累2023-2025年全年贷款收益率分别下降约1.6bps、6.2bps和2.8bps，对应的拖累净息差分别下降约1.1bps、4.2bps和1.9bps。另外，2023年存量按揭利率一次性调整拖累四季度净息差下降约4.7bps，对净息差同比影响会一直持续至2024年三季度。综合上述几个因素对存贷款利率的影响，预计合计会带来2024年净息差同比回落约13~15bps（暂不考虑非存贷业务的影响）。

存款端：前期挂牌利率下调和禁止高息揽存缓释息差效果有限，为了稳定净息差存款挂牌利率仍有下调的必要性。预计涉及手工补息存款或达到了约20万亿元，如果不考虑存款结构调整等因素，预计能提振净息差约3-5bps。2023年存款挂牌利率经历了三轮下调，不考虑结构调整，存款到期重定价能提振净息差约2bps。政策引导存款挂牌利率下调，尤其是长期限存款利率下降，更核心的是希望带来存款活化。但近年来存款定期化加剧，挂牌利率下调对降低存款成本影响有限，因此预计存款挂牌利率仍会面临下调。

投资建议：银行板块估值仍处于低位，定量分析显示下半年净息差下行压力下降，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，估值有望修复，维持行业“优于大市”评级。个股方面，一是建议在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；三是建议关注股息率较高且稳定的银行。

风险提示：1、稳增长政策不及预期等带来经济复苏低于预期；2、量化分析假设条件与实际存在差异，进而影响对货币政策的判断等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
002142.SZ	宁波银行	优于大市	24.33	1,607	4.03	4.35	6.0	5.6
600036.SH	招商银行	优于大市	34.15	8,613	6.13	6.65	5.6	5.1
601128.SH	常熟银行	优于大市	7.59	229	1.42	1.67	5.3	4.5
601288.SH	农业银行	优于大市	4.41	15,434	0.84	0.88	5.2	5.0
601077.SH	渝农商行	中性	5.03	571	1.02	1.12	4.9	4.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

银行

优于大市·维持

证券分析师：田维韦

021-60875161

tianweiwei@guosen.com.cn

S0980520030002

证券分析师：王剑

021-60875165

cnwangjian@guosen.com.cn

S0980518070002

证券分析师：陈俊良

021-60933163

chenjunliang@guosen.com.cn

S0980519010001

联系人：刘睿玲

021-60375484

liuruilin@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《银行业专题-从资金运转理解社融和M2之差》——2024-05-23
- 《银行业点评-普惠小微迈向量质齐增阶段》——2024-05-20
- 《读懂央行资产负债表》——2024-05-15
- 《银行理财2024年5月月报-规模高增，不惧赎回》——2024-05-07
- 《银行业2024年5月投资策略-工业企业偿债能力开始回升》——2024-05-05

内容目录

净息差下降拖累业绩负增长	4
预计 2024 年 LPR 难以进一步下降	5
人民币贬值压力形成比较强的掣肘	5
银行保持合理利润和净息差有其必要性	5
2024 年净息差主要影响因素定量分析	6
贷款：重定价因素影响有限，新发放利率是核心	6
存款：挂牌利率下调和禁止高息揽存缓释息差	13
结论和投资建议	16
风险提示	16

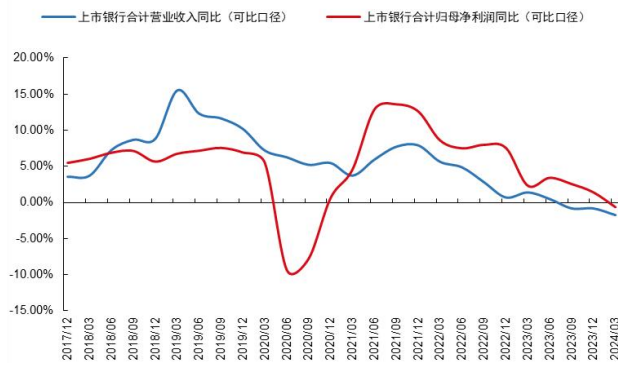
图表目录

图 1: 上市银行营收和净利润负增	4
图 2: 净息差已降至非常低的水平	4
图 3: 上市银行归母净利润归因分析	4
图 4: 人民币仍面临较大的贬值压力	5
图 5: 美国通胀与 2% 的目标仍有很大的差距	5
图 6: 上市银行“贷款损失准备计提/不良生成额”比值	6
图 7: 35 家样本行 2023 年末贷款结构	9
图 8: 金融机构新发放人民币贷款加权平均利率	11
图 9: 上市银行贷款投向结构	12
图 10: 按揭贷款占贷款总额的比重	13
图 11: 四大行存款到期日结构	15
表 1: 2023 年末贷款按到期日或以合同到期日划分的未折现合同现金流的结构	7
表 2: 存量贷款挂钩 5 年期 LPR 和 1 年期 LPR 的比例测算	7
表 3: 2023 年末贷款按合同重新定价日或到期日两者较早者结构	8
表 4: 存量贷款到期重新投放和不到期重定价贷款分布	8
表 5: 挂钩 1 年期和 5 年期 LPR 的贷款重定价期限分布	8
表 6: 重定价因素对贷款收益率影响测算	10
表 7: 2023 年部分上市银行存款成本率	14
表 8: 工商银行存款挂牌利率	15

净息差下降拖累业绩负增长

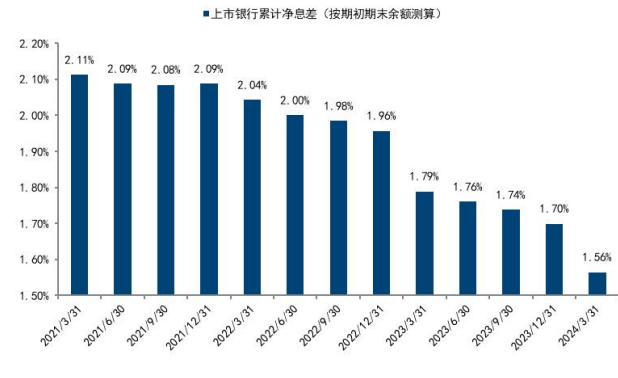
近年来净息差持续大幅收窄对业绩构成了巨大冲击，2023 年很多上市银行的营收和业绩都出现了负增长，2024 年一季度上市银行业绩进一步下行。2024 年一季度 A 股上市银行合计营收同比下降 1.7%，合计归母净利润同比下降 0.6%。从业绩归因来看，净息差显著回落是导致全行业营收、净利润同比下滑的主因。

图1: 上市银行营收和净利润负增



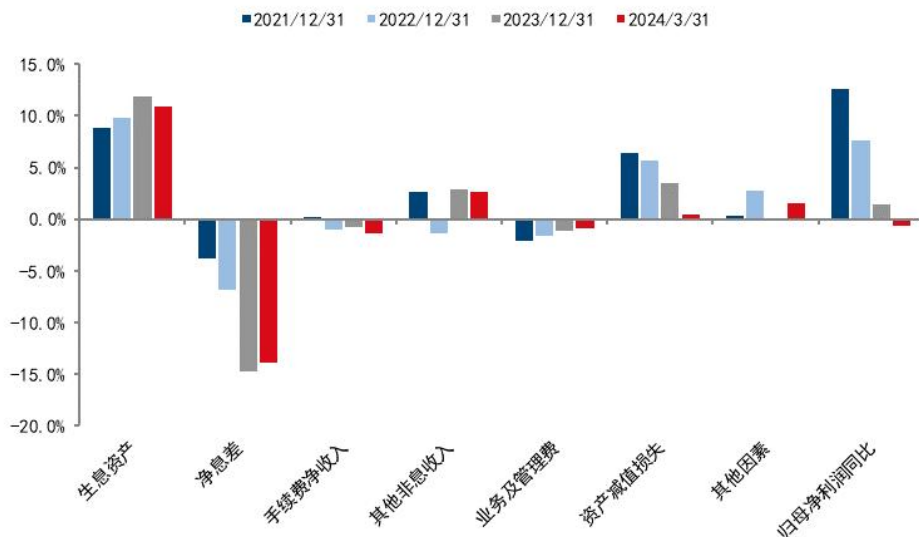
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图2: 净息差已降至非常低的水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图3: 上市银行归母净利润归因分析



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理和预测

预计 2024 年 LPR 难以进一步下降

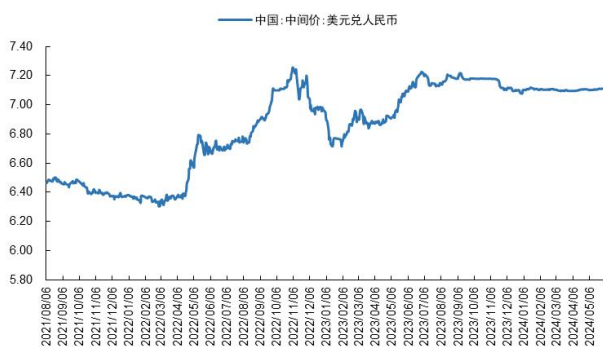
2024 年净息差表现仍是决定银行业绩的关键因素，净息差影响因素众多，其中货币政策对净息差影响最为直接。当前大多数贷款利率都与 LPR 直接挂钩，因此预判 LPR 走势对于预测净息差就至关重要。结合目前人民币贬值压力、银行业绩下降后资本补充压力，我们判断 2024 年 LPR 下降的概率很低。因此，在后续的测算中不考虑 LPR 进一步下降的可能性。

人民币贬值压力形成比较强的掣肘

当前美国经济表现依然较为强劲，仍面临较大的通胀压力，2024 年 4 月 CPI 同比增速为 3.4%，核心 CPI 同比增速为 3.6%，与 2.0% 的通胀目标目前仍有非常大的差距，这对美国货币政策转向宽松形成了制约，美元指数表现强势，人民币贬值压力仍然比较大。

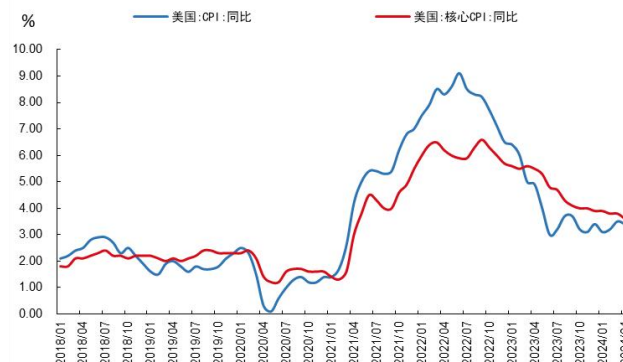
在当前全球贸易环境不稳定以及人民币国际化深化阶段，保持人民币汇率稳定有其必要性。因此，在美国货币政策未有明显转向宽松迹象，也就是在人民币贬值压力没有得到有效缓解之前，我国货币政策难以进一步宽松，因此我们预计 1 年期 LPR 进一步下降概率较低。

图4：人民币仍面临较大的贬值压力



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图5：美国通胀与 2% 的目标仍有很大的差距



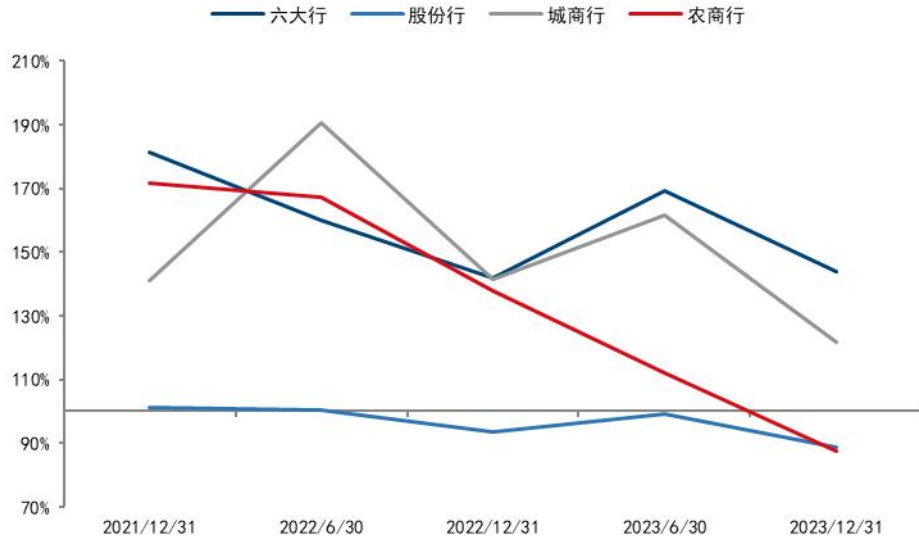
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

银行保持合理利润和净息差有其必要性

为了更好地支持实体经济，银行业就必须保持一定的盈利能力。因为我国金融体系以间接融资为主，信贷资金是实体部门主要资金来源，银行投放信贷就需要消耗资本。当前银行业资本补充工具不足，尤其是核心一级资本，利润留存是主要的资本补充方式。因此，银行业需要保持必要的盈利能力来补充资本才能持续有效地支持实体经济发展。

2023 年二季度货币政策报告首次专栏讨论了《合理看待我国商业银行利润水平》，指出“商业银行维持稳健经营、防范金融风险，需保持合理利润和净息差水平”。近年来，上市银行通过降低拨备计提的力度来维持业绩的增长（图 3），但空间已经非常有限，一季度上市银行业绩出现了负增长，因此稳定净息差重要性提升。

图6: 上市银行“贷款损失准备计提/不良生成额”比值



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

2024 年净息差主要影响因素定量分析

本报告主要测算存贷款利率变化对净息差的影响, 忽略非信贷业务的影响。一是我国间接融资为主的融资体系, 存贷款是核心影响因素; 二是同业业务、金融投资等定价因素众多, 且波动较大, 预测难度更大且准确性更低, 但对最终净息差的影响相对较小。

贷款: 重定价因素影响有限, 新发放利率是核心

贷款平均利率取决于, (1) 重定价因素, 指存量贷款没有到期, 由于挂钩 LPR, 需跟随 LPR 变动来调整, 调整幅度和 LPR 调整幅度一致, 但会滞后。LPR 变动后, 存量贷款到了重定价日才会跟随 LPR 调整实际执行利率, 重定价周期一般不会超过一年(很多对公贷款的重定价周期是一季度), 因此 LPR 变动后, 最长一年之内完成存量贷款的重定价。后续测算我们假设所有贷款均挂钩 LPR, 但实际中有的贷款仍执行的是固定利率。(2) 新发放贷款利率, 包括贷款净增部分和存量贷款到期收回重新投放的部分, 新发放贷款利率受 LPR 和加点两个因素影响, 加点主要取决于最新的市场供需关系。同时, 新发放贷款投向的结构变化也会影响新发放贷款加权平均利率, 比如投向更为保守, 则加点会下降。

存量贷款重定价拖累 2024 年净息差下降约 4bps

2023 年以来 LPR 共下降三次: (1) 2023 年 6 月: 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 均下降 10bps, 影响持续到今年二季度; (2) 2023 年 8 月: 1 年期 LPR 下降 10bps, 5 年期 LPR 维持不变, 影响持续到今年三季度; (3) 2024 年 2 月: 1 年期 LPR 维持不动, 5 年期 LPR 下降 25bps, 影响持续到 2025 年一季度。后续测算中我们假设 LPR 下降后第二个季度才开始重定价。

要测算存量贷款重定价对 2024 年贷款平均利率的影响, 则需要确定三个问题: (1) 存量贷款在 2024 年内不到期但需重定价的比例; (2) 这些年内重定价的贷款中, 挂钩 5 年期 LPR 和 1 年期 LPR 的比例; (3) 贷款重定价日分布。因为 LPR 多次下

调，后续测算中我们简单假设近年来贷款结构与 2023 年末一致，均运用 2023 年末数据来测算三次 LPR 调降的影响。

第一步，确定存量贷款在 2024 年不到期但需重定价的比例。我们选取 35 家上市样本行，2024 年存量贷款不到期的贷款比例为 61.4%，其中，大行、股份行、城商行和农商行分别为 65.5%、55.2%、51.6%和 38.5%，意味着大行贷款重定价压力相对更大。

表1: 2023 年末贷款按到期日或以合同到期日划分的未折现合同现金流的结构

	逾期/即时偿还/ 无期限	1 个月内	1-3 个月内	3 个月至 1 年	1 至 5 年	5 年以上	1 年以上合计
大行	1.6%	4.3%	6.2%	22.3%	24.7%	40.8%	65.5%
股份行	2.1%	7.6%	10.0%	25.0%	26.9%	28.3%	55.2%
城商行	2.9%	5.0%	11.0%	29.4%	30.6%	21.1%	51.6%
农商行	26.6%	3.8%	7.2%	23.8%	21.6%	17.0%	38.5%
35 家样本行	2.3%	5.2%	7.5%	23.5%	25.6%	35.8%	61.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

第二步，确定上述重定价贷款挂钩 5 年期 LPR 和 1 年期 LPR 的比例。根据 2023 年末所有贷款按到期日或以合同到期日划分的未折现合同现金流的期限结构来测算。首先，我们假设：（1）按揭贷款合同期限全部在 5 年以上，挂钩 5 年期 LPR；

（2）到期日 5 年期以内的贷款中有 25% 的贷款合同期限在 5 年以上，由此可以得到剔除按揭后的合同期限在 5 年期以上的贷款占比，该部分贷款挂钩 5 年期 LPR；

（3）余下的合同期限在 5 年以内的贷款全部挂钩 1 年期 LPR。不过按照该方法测算出来的是 2023 年末全部贷款余额挂钩 LPR 的情况，由于没有单独披露存量重定价贷款结构，我们假设其与全部贷款结构一致。

35 家样本行数据显示，挂钩 5 年期 LPR 的贷款比例为 51.8%，其中按揭贷款比例为 21.5%，其他长期贷款比例为 30.4%；挂钩 1 年期 LPR 的贷款比例为 48.2%。不同类型银行来看，由于大型银行按揭贷款占比较高，因此挂钩 5 年期 LPR 的贷款比例最高，达到 55.6%。城商行和农商行则更多的贷款挂钩 1 年期 LPR，比例分别为 59.2%和 62.3%。

表2: 存量贷款挂钩 5 年期 LPR 和 1 年期 LPR 的比例测算

	挂钩 5 年期 LPR 贷款合计	按揭贷款占比	5 年期以上对公贷款占比	挂钩 1 年期 LPR 占比
大行	55.6%	24.4%	31.1%	44.4%
股份行	46.2%	16.3%	30.0%	53.8%
城商行	40.8%	12.1%	28.7%	59.2%
农商行	37.7%	11.8%	25.9%	62.3%
35 家样本行	51.8%	21.5%	30.4%	48.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

第三步，确定 2024 年贷款重定价日分布，由于按揭贷款有一部分是在年初重定价，因此最终需要分别确定挂钩 1 年期和 5 年期 LPR 的贷款重定价日。首先，确定所有贷款重定价日，按合同重新定价日或到期日两者较早者贷款结构来看，35 家样本行 92.1% 的贷款要在一年内重新定价，其中大行、股份行、城商行和农商行要在一年内重定价的贷款占比分别为 94.7%、88.6%、80.1%和 79.8%。由于数据的可获得性，我们假设存量重定贷款与全部贷款重定价期限一致。另外，为了后续测算重定价因素对 2024 年各季度贷款利率的影响，我们假设 3 个月至 1 年内重定价贷款是均衡分布的。

表3: 2023 年末贷款按合同重新定价日或到期日两者较早者结构

	3 个月内	3 个月至 1 年	1 至 5 年	5 年以上	不计息
大行	42.7%	52.0%	3.5%	1.2%	0.6%
股份行	50.7%	38.0%	9.2%	1.8%	0.3%
城商行	39.3%	40.9%	14.7%	4.2%	1.0%
农商行	38.1%	41.8%	17.1%	2.7%	0.4%
35 家样本行	44.3%	47.8%	5.8%	1.6%	0.6%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

因此, 结合贷款到期日和重定价日综合来看, 2023 年末贷款可以分为以下两类:

(1) 未来一年内到期需重新投放的贷款比例为 38.6%, 这部分贷款利率取决于新发放利率; (2) 未来一年内不到期需重定价的比例为 61.4%, 其中, 会在 3 个月内重定价的比例为 27.2%, 在 3 个月至 1 年内重定价的比例为 29.3%, 1 年后重定价的比例为 4.9%。由于 1 年后重定价比例较低, 后续测算中我们忽略掉该部分重定价的影响。

表4: 存量贷款到期重新投放和不到期重定价贷款分布

	未来 1 年内到期 比例	未来一年内不到期需重定价比例				不计息
		3 个月内	3 个月至 1 年	1 至 5 年	5 年以上	
大行	34.5%	28.0%	34.1%	2.3%	0.8%	0.4%
股份行	44.8%	28.0%	21.0%	5.1%	1.0%	0.2%
城商行	48.4%	20.3%	21.1%	7.6%	2.1%	0.5%
农商行	61.5%	14.7%	16.1%	6.6%	1.0%	0.1%
35 家样本行	38.6%	27.2%	29.3%	3.6%	1.0%	0.3%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

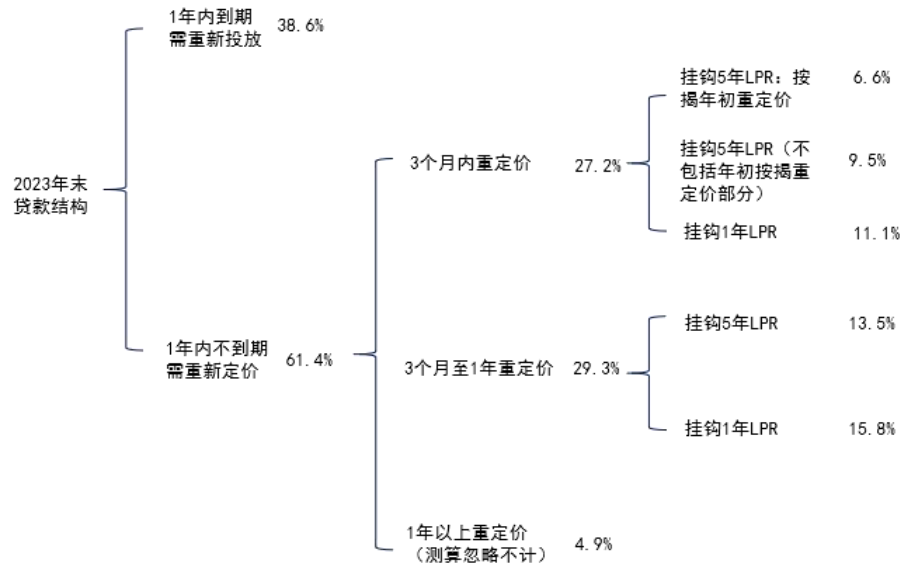
然后, 分别确定挂钩 1 年期和 5 年期 LPR 的贷款重定价日。我们假设: (1) 按揭贷款一半在年初重定价, 一半按照贷款发放日重定价; (2) 非按揭贷款全部按照贷款发放日重定价。以 35 家上市银行为样本, 根据上述假设, 推算得到挂钩 5 年期 LPR 需重定价的贷款占贷款总额的比例为 29.6% (忽略一年后到期重定价部分), 其中 6.6% 在年初定价, 9.5% 在 3 个月内重定价, 13.5% 在 3 个月至 1 年内重定价; 挂钩 1 年期 LPR 需重定价的贷款占贷款总额的比例为 27.0% (忽略一年后到期重定价部分), 其中 11.1% 在 3 个月内重定价, 15.8% 在 3 个月至 1 年内重定价。

表5: 挂钩 1 年期和 5 年期 LPR 的贷款重定价期限分布

	挂钩 5 年期 LPR 需重定价部分			挂钩 1 年期 LPR 需重定价部分	
	年初重定价按揭部分	3 个月内 (不包括年初重定价按揭)	3 个月至 1 年	3 个月内	3 个月至 1 年
大行	8.0%	9.9%	16.8%	10.1%	17.2%
股份行	4.5%	9.7%	8.7%	13.8%	12.3%
城商行	3.1%	6.3%	7.8%	10.8%	13.3%
农商行	2.3%	4.2%	5.4%	8.2%	10.6%
35 家样本行	6.6%	9.5%	13.5%	11.1%	15.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测。注: 我们忽略一年后重定价部分。

图7：35家样本行2023年末贷款结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上，我们确定了重定价贷款比例、重定价贷款挂钩5年期LPR和1年期LPR的比例以及贷款重定价日期分布（图7展示了35家样本行2023年末贷款结构），由此可以推算出存量贷款重定价因素拖累2023-2025年三年贷款收益率分别下降约1.6bps、6.2bps和2.8bps，对应的拖累净息差分别下降约1.1bps、4.2bps和1.9bps。值得注意的是，这里收益率降幅对应的并不是同比降幅，比如2023年下半年重定价虽然不影响2024年收益率绝对水平，但对同比降幅影响会延续至2024年底。

分季度来看，贷款重定价影响会持续至2025年一季度，拖累2023年三季度至2025年一季度各季度贷款收益率分别下降2.1bps、2.1bps、2.2bps、3.9bps、1.7bps、1.1bps和2.8bps。其中，由于2024年2月5年期LPR下降了25bps，因此2024年二季度受贷款重定价因素冲击最大，其次是2025年一季度，因为年初按揭贷款重定价比例较高，2024年下半年受贷款重定价影响最小。

不同类型银行来看，贷款重定价因素拖累大行、股份行、城商行和农商行2024年贷款收益率分别下降7.0bps、5.0bps、4.2bps和3.1bps，对应的拖累净息差分别下降5.2bps、3.1bps、2.1bps和1.6bps。贷款重定价因素对大行拖累更明显，样本行中以宁波银行、沪农商行为代表的部分城农商行受贷款重定价因素拖累非常有限。

表6: 重定价因素对贷款收益率影响测算

	重定价对贷款利率拖累							对 2024 年累计贷 对 2024 年累计净 款利率拖累 (bps) 息差拖累 (bps)	
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1		
工商银行	1.7	2.1	2.9	4.5	2.7	2.1	4.2	8.1	6.2
建设银行	2.1	2.2	2.5	3.9	1.7	1.2	3.3	6.6	5.3
中国银行	2.1	2.2	2.5	4.0	1.8	1.2	3.2	6.7	5.1
农业银行	2.0	2.1	2.5	4.4	2.1	1.5	3.5	7.2	5.4
交通银行	1.9	2.0	2.1	3.8	1.7	1.2	2.6	6.1	4.7
邮储银行	2.5	2.1	1.9	3.8	1.1	0.7	2.8	5.5	2.8
招商银行	1.8	2.0	2.0	3.2	1.4	0.9	2.4	5.3	3.8
兴业银行	1.9	1.8	2.0	3.8	1.7	1.2	2.8	6.0	3.2
平安银行	2.4	2.2	1.3	3.2	1.0	0.6	1.2	4.4	2.7
浦发银行	1.6	1.7	1.6	2.7	1.2	0.7	1.8	4.4	2.5
华夏银行	1.7	1.9	1.7	2.8	1.2	0.7	1.6	4.6	2.5
民生银行	3.0	2.4	1.2	4.0	0.9	0.6	1.4	4.8	3.9
光大银行	3.3	2.4	1.0	3.7	0.6	0.3	1.3	4.1	3.2
浙商银行	1.2	1.3	1.1	2.0	0.9	0.5	1.0	3.2	1.8
中信银行	3.3	2.4	1.4	4.5	0.9	0.6	1.9	5.4	3.3
宁波银行	0.8	1.2	1.3	1.9	1.1	0.6	1.0	3.5	1.5
青岛银行	1.0	1.6	2.1	2.6	1.6	0.9	2.0	5.0	3.4
苏州银行	1.1	1.4	1.4	2.1	1.1	0.6	1.2	3.8	1.9
江苏银行	2.5	2.0	1.4	3.6	1.0	0.7	1.7	4.8	2.7
杭州银行	1.0	1.6	1.9	2.5	1.6	1.0	1.8	4.8	2.0
南京银行	1.5	1.8	1.4	2.3	1.0	0.5	0.9	3.7	1.7
北京银行	1.8	1.8	1.4	2.7	1.0	0.6	1.6	4.1	2.2
厦门银行	1.7	1.6	1.1	2.4	0.8	0.5	1.1	3.4	1.7
上海银行	2.5	2.2	1.3	3.2	0.9	0.5	1.3	4.3	1.9
长沙银行	0.7	1.1	1.4	1.8	1.1	0.7	1.7	3.5	1.6
成都银行	2.9	2.8	2.2	4.6	1.7	1.1	2.4	6.8	3.5
重庆银行	1.4	1.4	1.2	2.2	0.8	0.5	1.3	3.4	1.7
江阴银行	0.6	1.1	1.3	1.6	1.0	0.5	0.9	3.1	1.9
张家港行	1.1	1.3	1.0	1.7	0.8	0.4	0.8	2.8	1.7
无锡银行	1.1	1.3	1.3	1.9	0.9	0.5	1.1	3.3	1.9
渝农商行	2.7	2.2	1.3	3.8	1.0	0.6	1.6	4.9	2.3
沪农商行	0.9	1.1	1.0	1.5	0.7	0.4	0.9	2.6	1.3
常熟银行	1.0	1.2	1.1	1.9	1.0	0.6	0.9	3.2	2.1
瑞丰银行	0.6	1.2	1.6	1.8	1.1	0.6	1.2	3.6	2.1
苏农银行	0.6	1.1	1.2	1.6	0.9	0.5	0.8	2.9	1.7
大行	2.0	2.1	2.5	4.2	2.0	1.4	3.4	7.0	5.2
股份行	2.4	2.1	1.6	3.5	1.1	0.7	1.8	5.0	3.1
城商行	1.7	1.8	1.5	2.7	1.1	0.7	1.4	4.2	2.1
农商行	1.2	1.4	1.1	1.9	0.8	0.5	1.0	3.1	1.6
35 家样本行	2.1	2.1	2.2	3.9	1.7	1.1	2.8	6.2	4.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

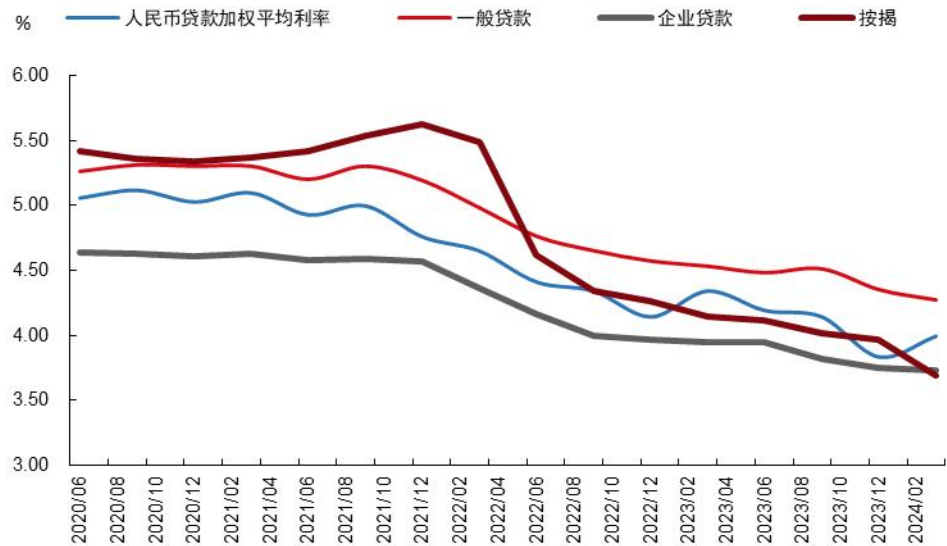
即使新发放利率企稳，过去一年利率降幅就会拖累净息差下降约 7bps

利率下行周期，新发放贷款利率回落幅度会比重定价贷款利率回落明显，是决定贷款平均利率的核心因素。新发放贷款包括两部分，一部分是存量到期重新投放部分，另一部分是净增贷款。上文指出 35 家样本行未来一年内到期需重新投放贷款比例达到 38.6%，其中大行、股份行、城商行和农商行分别为 34.5%、44.8%、48.4%和 61.5%。因此，考虑贷款净增部分后（假设 2024 年贷款增长 10%），则 2024 年末 35 家样本行贷款总额中约 44.2%是新发放贷款。新发放贷款平均利率受 LPR 和加点两个因素影响，加点主要取决于贷款供需格局，同时贷款投向的调整也会影响新发放贷款平均加权利率。

近年来新发放贷款利率持续大幅下降，2024年3月金融机构新发放贷款加权平均利率3.99%，同比下降了35bps。其中，一般贷款加权平均利率为4.27%，同比下降了26bps，按揭贷款利率为3.69%，同比下降了45bps，各品种贷款新发放利率降幅均比较大，且降幅都显著超过LPR的降幅。因此，在利率下行周期，新发放贷款利率除了受LPR下降的影响，还受加点下降的冲击。

在利率下行周期或者利率上行周期，新发放贷款利率对贷款总额利率的影响通常都远大于贷款重定价影响，一方面是上文提到的新发放利率除了受LPR变动影响，还受加点变动的影响。另一方面是，中长期贷款到期新投放受影响时长更长，重定价影响时长为1年，但一笔合同期限三年期的贷款在到期重新投放时加点变动幅度为新发放贷款三年累计加点变动幅度，三年加点变动幅度一次性体现，由于2021年贷款利率较高，因此这个三年累计降幅可能会非常大。

图8：金融机构新发放人民币贷款加权平均利率



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

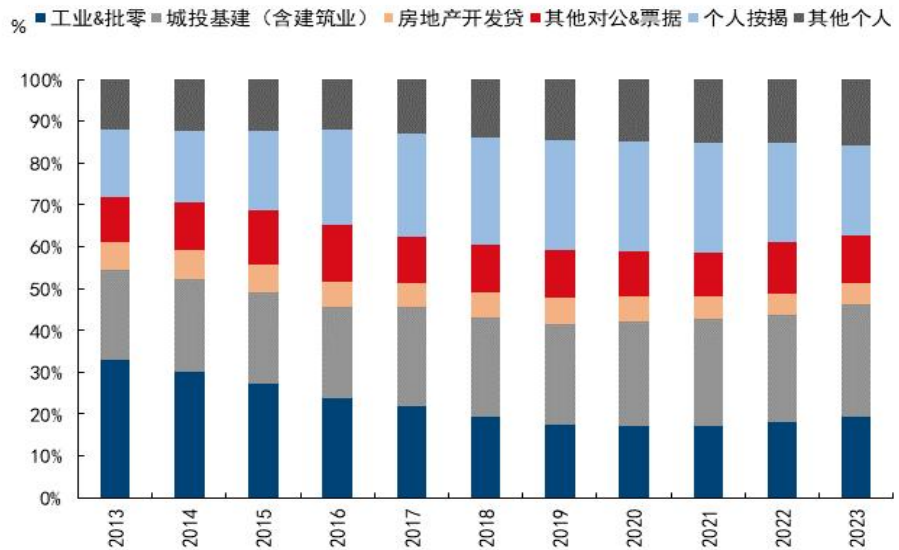
即使二季度开始新发放贷款利率能够企稳，那么2023年以来新发放贷款利率下行就会拖累2024年总贷款利率下降约13bps，对应拖累净息差下降约9bps。我们测算时不考虑贷款净增部分，仅测算一年内到期需要重新投放贷款的影响。由于票据投放比例和利率波动非常大，因此测算时用一般贷款和按揭贷款加权平均利率代表行业整体情况（2023年末按揭贷款占贷款总额的比例约为15%，假设该比例维持不变）。另外，假设贷款到期重新投放是在未来四个季度间均衡分布的。

因此，以2024年一季度为例，新增贷款的25%是2023年一季度贷款到期重新投放，25%是2023年二季度贷款到期重新投放，25%是2023年三季度贷款到期重新投放，25%是2023年四季度贷款到期重新投放，四笔新发放贷款利率分别较原到期贷款回落了29bps、24bps、25bps和11bps。因此2024年一季度累计新增贷款利率较四笔到期贷款原年化利率下降了约16bps。

按此方法计算，则二季度到四季度新发放贷款较原到期贷款年化利率分别回落了12bps、8bps和3bps。35家样本行新发放贷款占贷款总额的38.6%，因此新发放贷款利率下降会带来贷款总额收益率分别下降6bps、5bps、3bps和1bps，对应的会拖累2024年贷款累计收益率下降11bps。35家样本行贷款日均余额占贷款总额的比重为68.4%，因此会拖累2024年净息差下降约7bps。

但实际中，新发放贷款利率仍面临下行压力，因此贷款收益率实际降幅会高于我们的测算。我们虽然判断 2024 年 LPR 继续下降的概率很低，但由于宏观经济复苏缓慢，贷款需求整体仍然偏弱，因此新发放贷款 LPR 加点仍有下降压力，尤其是与按揭贷款和政信类相关的贷款。伴随地方化债的持续推进以及最新政策放开了按揭贷款利率下限等，预计这两类贷款 LPR 加点下降的概率仍然比较大。另外，贷款结构的调整也会冲击新发放贷款加权平均利率，比如，个人消费贷和个人经营贷为代表的高收益贷款融资需求仍较弱，与房地产和城投相关的高收益贷款占比在新形势下预计也会有所下降。

图9：上市银行贷款投向结构



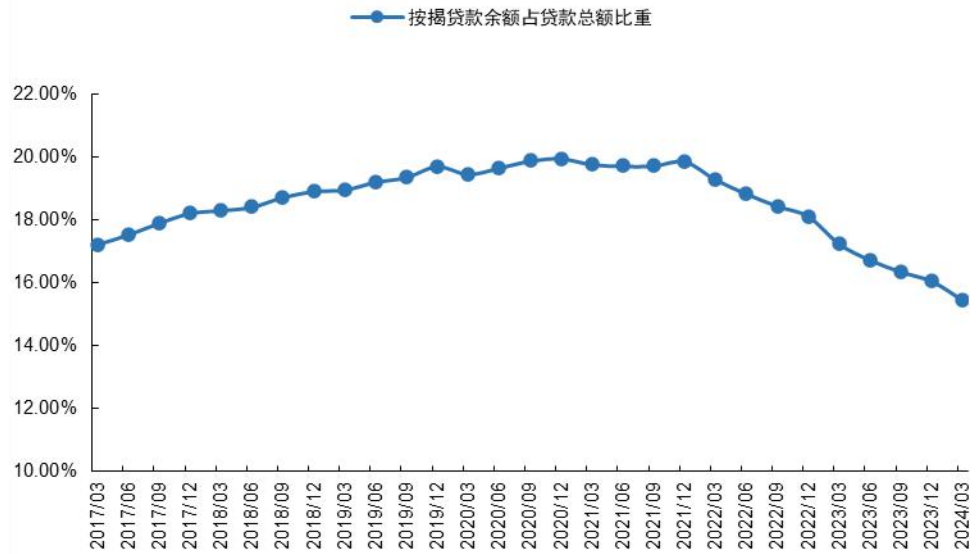
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2023 年存量按揭一次性调整对净息差同比降幅冲击持续至三季度

2023 年 8 月底，中国人民银行和国家金融监督管理总局联合发布《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，通知自 2023 年 9 月 25 日起实施。存量按揭利率下调属于一次性影响，主要影响 2024 年四季度贷款利率水平，但对于净息差同比降幅的影响则会持续至 2024 年三季度。

对于影响的大小，监管表示，“存量按揭利率下调平均相当于所有按揭贷款收益率下降 43bps。”2023 年末按揭贷款占贷款总额的 16.1%，因此会带来 2023 年四季度总贷款利率下降约 6.9bps。2023 年末 35 家样本行贷款日均余额占生息资产比重为 68.4%，按此比例计算带来四季度净息差下降约 4.7bps，对净息差同比降幅影响会一直持续至 2024 年三季度。

图10: 按揭贷款占贷款总额的比重



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

存款: 挂牌利率下调和禁止高息揽存缓释息差

上文测算和分析表明, 2024 年贷款收益率仍面临比较大的下行压力, 因此降低负债端成本对稳定净息差就至关重要。

手工补息被禁止提振净息差约 3~5bps

由于手工补息等高息揽存行为的存在, 2022 年以来国股行挂牌利率虽经历了四次集中下调, 但上市国股行存款成本却不降反升。具体来看, 大部分上市行的零售活期和零售定期存款利率都有所下降, 虽然很多银行降幅低于挂牌利率; 但对公存款利率却没有跟随挂牌利率下调而下降, 其中, 对公活期存款利率普遍出现了明显的上行, 绝大多数国股行对公定期存款利率也出现了上行。因此, 从银行行为来看, 实践中存在部分银行绕开监管、变相高息揽存的情况, 从而导致银行业存款利率出现不降反升, 给净息差带来进一步冲击。因此, 4 月市场利率定价自律机制向成员机构下发了《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》, 要求银行自查并完成整改。

预计涉及手工补息的存款或达到了约 20 万亿元。手工补息涉及的主要是对公协定存款和通知存款, 价格一事一议, 与企业议价能力、存款规模等都密切相关, 透明度很低, 因此手工补息涉及的存款规模难以测算。考虑到 2023 年末上市的 15 家国股行对公活期存款达 40 万亿元, 若其中存在手工补息的比例为 30%至 50%, 那么涉及到的规模则达到 12~20 万亿元。

手工补息被禁止既直接冲击存量利率也影响增量, 其中核心是存量部分, 测算中我们仅考虑手工补息被禁止对存量存款成本(包括到期续作部分)的影响。假设手工补息被禁止后, 涉及手工补息的存款成本能够下降约 100bps, 并且 4 月份之后涉及的补息全部不支付, 不考虑存款流出等因素, 则对应的节约利息支出约 900~1500 亿元。截至 2024 年 4 月末银行业总资产规模为 356.4 万亿元, 假设生息资产平均余额占资产总额的约 80.7%(35 家上市样本行 2023 年末生息资产平均余额占资产总额的比重), 则对应提振银行业净息差约 3.1~5.2bps。但手工补息

被禁止后，预计存款结构会发生比较大的变化，比如，可能出现存款定期化趋势加剧，或者存款流出后银行揽存压力进一步加大，进而对存款成本带来冲击，因此手工补息被禁止对降低存款成本实际效果仍有待观察。

表7: 2023 年部分上市银行存款成本率

	对公活期	较 2021 年变动 (bps)	对公定期	较 2021 年变动 (bps)	零售活期	较 2021 年变动 (bps)	零售定期	较 2021 年变动 (bps)	存款总额	较 2021 年变动 (bps)
农业银行	1.19%	24	2.77%	34	0.24%	-13	2.61%	-25	1.78%	17
交通银行	1.11%	23	3.06%	20	0.24%	-24	3.10%	-9	2.33%	23
工商银行	1.02%	20	2.65%	19	0.26%	-11	2.67%	-31	1.89%	27
邮储银行	0.87%	21	2.16%	-18	0.22%	-9	2.02%	-26	1.53%	-10
建设银行	0.98%	11	2.62%	2	0.24%	-7	2.65%	-37	1.77%	10
平安银行	1.13%	48	2.82%	2	0.21%	-8	2.93%	-31	2.20%	16
民生银行	1.40%	3	2.82%	10	0.27%	-9	2.96%	-19	2.31%	13
招商银行	1.09%	18	2.67%	-1	0.40%	5	2.77%	3	1.62%	21
兴业银行	1.25%	15	2.94%	-9	0.22%	-8	3.11%	-66	2.24%	2
光大银行	1.34%	45	2.81%	7	0.36%	-7	2.90%	-38	2.32%	10
浙商银行	1.58%	3	2.60%	-11	0.31%	-134	3.08%	-74	2.24%	-23
中信银行	1.43%	13	2.80%	13	0.30%	4	2.93%	-4	2.12%	12
宁波银行	0.96%	-9	2.48%	37	0.23%	-23	2.91%	-89	2.01%	18
郑州银行	0.76%	9	2.68%	-75	0.41%	-51	3.64%	-18	2.25%	-24
青岛银行	0.89%	-3	2.72%	-5	0.21%	-9	3.15%	-38	2.23%	14
重庆银行	1.20%	10	3.04%	-38	0.25%	-15	3.53%	-39	2.79%	-6
无锡银行	0.94%	22	2.69%	-26	0.18%	-15	3.02%	-32	2.29%	-5
渝农商行	0.71%	7	2.80%	-9	0.21%	-11	2.39%	-24	1.88%	-10
常熟银行	0.62%	0	2.83%	33	0.18%	-4	3.02%	-40	2.30%	3

资料来源：公司公告，WIND，国信证券经济研究所整理

不考虑结构调整，存款到期重定价仅能提振净息差约 2bps

2023 年以来，大行存款挂牌利率在 6 月、8 月和 12 月经历了三轮下调（表 8）。存款利率和贷款利率调整不一样，因为当前贷款大都挂钩了 LPR，因此即使贷款没有到期，但重定价日依然会跟随 LPR 调整而重新定价。但存款只有等到到期了才会重新定价，因此存款成本刚性比较强。我们简单假设存款到期分布是季度间均衡分布的，即三个月以内存款在一个季度内完成重定价，一年期存款在未来四个季度完成重定价，二年期存款在未来八个季度完成重定价。

首先，需要清楚不同期限存款挂牌利率下调对于 2024 年同期存款利率的影响，以工商银行存款挂牌利率为例，由于活期下调即刻生效，所以活期下调对于 2024 年存款利率绝对水平已经没有影响，但对利率同比影响会延续至二季度。三个月挂牌利率在 12 月下调 10bps 的影响全部体现在 2024 年一季度；半年期挂牌利率在 12 月下调 10bps 会带来 2024 年一季度和二季度同期存款利率分别下降 5bps。一年期存款挂牌利率在 9 月和 12 月分别下调 10bps，带来 2024 年四个季度同期存款利率分别下降 5bps、5bps、5bps 和 2.5bps。二年期存款挂牌利率在 6 月、8 月和 12 月分别下调 10bps、20bps 和 20bps，带来 2024 年四个季度同期存款利率均下降 6.25bps。三年期存款挂牌利率合计下降 65bps，带来 2024 年四个季度同期存款利率均下降 5.4bps。

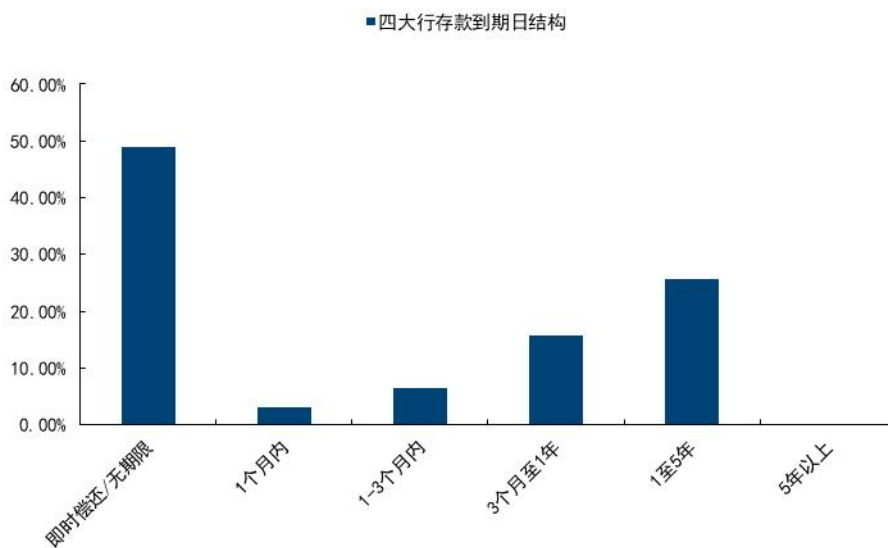
表8: 工商银行存款挂牌利率

	工商银行存款挂牌利率				
	2015/10/24	2022/9/15	2023/6/8	2023/9/1	2023/12/22
活期	0.30%	0.25%	0.20%	0.20%	0.20%
3个月	1.35%	1.25%	1.25%	1.25%	1.15%
半年	1.55%	1.45%	1.45%	1.45%	1.35%
一年	1.75%	1.65%	1.65%	1.55%	1.45%
二年	2.25%	2.15%	2.05%	1.85%	1.65%
三年	2.75%	2.60%	2.45%	2.20%	1.95%
五年	2.75%	2.65%	2.50%	2.25%	2.00%
协定存款	1.00%	0.90%	0.90%	0.90%	0.70%
通知存款					
一天	0.55%	0.45%	0.45%	0.45%	0.25%
七天	1.10%	1.00%	1.00%	1.00%	0.80%

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

然后, 我们需要知道存款到期结构, 我们选取四大行为样本。2023 年末存款到期结构为: 即时偿还/无期限存款占 49.00%, 3 个月内存款占 9.42%, 3 个月至 1 年存款占 15.80% (简单假设半年和一年期存款分别占 7.9%), 1 年至 5 年存款占 25.75% (五年期存款一般很少, 忽略不计, 假设二年期存款和三年期存款分别占 12.88%)。

图11: 四大行存款到期日结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

如果不考虑存款结构调整, 2023 年三轮挂牌利率下降仅能提振净息差约 1.6bps, 因此预计继续调降存款挂牌利率仍有其必要性。基于以上假设, 我们推算出 2024 年四个季度存款成本环比变动分别为: -3.2bps、-2.3bps、-1.9bps 和 -1.7bps, 对应的带来 2024 年全年存款成本下降约 1.6bps。2024 年一季度金融机构存款余额 291.6 万亿元, 对应节约存款成本约 466 亿元, 按照上文资产总额和生息资产比重推算, 能够提振净息差约 1.6bps。

但存款挂牌利率的调降, 尤其是中长期存款降幅更大时, 居民和企业很可能会降低中长期存款配置, 转化为活期存款和一年内存款。从 2023 年末挂牌利率来看,

三年期存款挂牌利率 1.95%，活期存款为 0.20%，两者相差了 175bps，假设 12.88% 的三年期存款全部转换为活期存款，则能带来存款成本下降 22.5bps。

结论和投资建议

我们综合考虑以下四大因素对净息差的影响，上述定量分析结果显示，四大因素合计会带来 2024 年净息差同比回落约 13~15bps（暂不考虑非存贷业务的影响）。

（1）2024 年贷款到期重定价拖累 2024 年净息差下降约 4.2bps。（2）如果二季度之后新发放贷款利率能够企稳，那么过去一年贷款新发放利率降幅就会拖累 2024 年净息差下降约 7bps（假设贷款到期重新投放是在未来四个季度间均衡分布的，且新投放结构维持不变）。但实际上预计新发放贷款收益率仍面临较大的下行压力，因此预计新发放贷款利率下降对净息差的拖累更明显。（3）2023 年存量按揭一次性调整带来 2023 年 4 季度净息差下降约 4.7bps，虽然不影响 2024 年净息差绝对水平，但对同比降幅影响会持续至三季度。综合来看，预计 2024 年贷款收益率下降会拖累净息差同比下降约 20bps。（4）手工补息被禁止和前期存款挂牌利率下调预计合计仅能提振 2024 年净息差约 5~7bps（不考虑存款结构调整等因素）。因此，为了稳定净息差，存款挂牌利率下调的概率仍比较高。另外，考虑到当前人民币贬值压力较大，2023 年 LPR 预计难以继续下降。

当前银行板块估值处于低位，定量分析结果显示下半年银行业净息差下行压力将有所缓解，因此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“优于大市”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

1、若稳增长力度较弱带来宏观经济复苏不及预期，可能从多方面影响银行业，比如经济下行超预期货币政策宽松对净息差的负面影响、经济下行导致不良贷款增加等。

2、存量贷款重定价以及新发放贷款利率下降等对净息差影响量化分析假设条件众多，比如，假设贷款投放时间和重定价日季度间均衡分布，但实际中银行上半年贷款投放比较集中。假设条件与实际情况存在差异，带来实际结果与测算结果存在误差，进而会影响我们对于货币政策的判断。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032