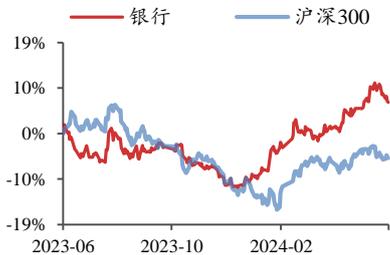


银行

2024年06月07日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《银行合并重组的源起、进程和影响——银行业态变迁系列（一）》- 2024.6.5

《理财分级监管渐近，行业走向新格局——简评理财公司监管评级》- 2024.5.27

《取消“手工补息”对流动性指标的影响测算——存款监管跟踪点评》- 2024.5.24

复盘：结构性存款压降与补息整改对标

——存款定价深度报告（一）

刘呈祥（分析师）

liuchengxiang@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

朱晓云（联系人）

zhuxiaoyun@kysec.cn

证书编号：S0790123060024

● 结构性存款压降与取消手工补息有相似之处

背景相同：存款利率刚性，其他如债券、信贷、资金利率均下行。（1）存款利率与市场利率走势背离，易催生金融套利。2020年上半年，市场利率下行，但结构性存款预期收益率持续抬升。2024年一季度以来，各类债券利率持续下行，但银行对公活期存款利率居高不下。（2）银行经营均面临资产收益下行与存款成本刚性两难。2024Q1 商业银行净息差跌至 1.54% 历史低位，远低于 EPA 考核的满分线 1.80%。**结果类似：打击高息存款使得存款规模流失，银行阶段性“缩表”。**

● 压降结构性存款的复盘与启示

1、**负债端：银行短期内增发同业存单**，但用同业负债代替一般性存款不利于优化 LCR 和 NSFR 等流动性指标，因此**长期仍需推动一般性存款增长**。2020H2 银行内部通过提升普通定期存款 FTP 鼓励客户经理进行存款结构的转化，从执行效果来看，个人结构性存款转为普通定期的效果好于对公存款。

2、**资产端：一方面为预防日间流动性紧张，银行会增加备付金**，另一方面，压降结构性存款导致存款流失，**银行资金出意愿降低，金融市场部被动赎回流动性较好的资产如同业存单和短久期信用债**，此外部分存款流失规模大同时**交易盘基金投资占比高的银行有赎回基金兑现流动性的行为**。

● 取消“手工补息”后银行资负行为展望

1、**负债端：预期结构性存款规模回升，6月理财需关注回表力度**。6月为银行存量活期存款结息时段，同时面临 MPA 考核和财报披露，因此银行或推动一般性存款增长，可能方式有：（1）提高一般性存款 FTP 来鼓励客户经理加大短期定存吸收力度；（2）通过对公活期转结构性存款的方式留存客户；（3）理财回表力度或增强。

2、**资产端：若补息整改如期严格执行，银行资金出收紧，或卖出短债和赎回基金**。6月为季末月，叠加存款流失压力，银行资金出意愿或将收紧。若存款流失规模较大，银行或将卖出流动性较好的债券或赎回基金以兑现流动性，从中债托管数据看，4月银行持债规模环比下降。

3、**基金投资：关注存款稳定性弱，基金投资规模大的银行**。股份行对公存款主要依靠高息揽储策略，存款稳定性弱，在监管打击高息存款的过程中存款流失率较高，同时其基金投资敞口大，若存款流失较多，或有赎回基金行为。

4、**同业存单：供需双强，预期利率震荡平稳**。存款流失压力+同业存单到期规模大，预期 6-7 月银行同业存单发行量维持高位。需求端，非银欠配压力大，同业存单需求力量强。

● 投资建议

监管着力压降银行负债成本，利好息差企稳。在监管打击高息存款过程中，存款客户粘性强，存款稳定性更好的银行或受益，受益标的如邮储银行、招商银行、宁波银行等。

● **风险提示**：宏观经济增速不及预期；银行存款流失超预期。

目录

1、以结构性存款为例，复盘打击高息存款后的银行行为变化	4
2、压降结构性存款的复盘与启示	5
2.1、压降结构性存款过程中的银行行为演绎	5
2.1.1、负债端：短期增发同业存单，长期仍需一般性存款补充	6
2.1.2、资产端：增加备付金、压降同业资产、赎回基金	9
2.2、同业存单：强供给+弱需求，同业存单利率上行	12
3、取消“手工补息”的影响与展望	13
3.1、取消“手工补息”后银行行为变化	15
3.1.1、负债端：对公活期存款流失，超发同业存单	15
3.1.2、资产端：银行资金融出下降，但“存款搬家”缓解流动性分层	16
3.2、取消“手工补息”后银行资产负债行为展望	17
3.2.1、负债端：预期结构性存款规模回升，6月理财超季节性回表	17
3.2.2、资产端：银行资金融出持续收紧，或卖出短债和赎回货基	18
3.2.3、基金投资：关注存款稳定性弱，基金投资规模大的银行	19
3.2.4、同业存单：供需双强，预期利率震荡平稳	20
4、投资建议	21
5、风险提示	22

图表目录

图 1：压降结构性存款和取消“手工补息”背景相同：存款利率与市场利率背离（%）	4
图 2：2024Q1 商业银行净息差降至 1.54%，远低于 1.80%EPA 考核线（%）	5
图 3：压降结构性存款和取消“手工补息”结果类似：银行存款规模阶段性流失（亿元）	5
图 4：四大行于 2020Q4 大幅压降结构性存款（亿元）	6
图 5：中小行压降结构性存款节奏平稳（亿元）	6
图 6：监管要求或考核时点的次月，银行超发同业存单（亿元）	7
图 7：2020H2 个人定期存款支撑存款增长（万亿）	8
图 8：2020H2 国有行票据融资规模下降（亿元）	8
图 9：企业或通过结构性存款进行金融套利	8
图 10：2020 年 6 月后 1Y 定存存款利率提升（%）	9
图 11：2020 年 6 月后 3Y 定期存款利率提升（%）	9
图 12：2020 年下半年对公定期存款平均成本率下降，个人定期存款平均成本率提升	9
图 13：2020Q3 和 Q4 上市银行压降同业资产和交易性金融资产（亿元）	10
图 14：2020Q4 四大行压降买入返售规模（亿元）	10
图 15：2020 年 7 月-12 月 R007 与 DR007 利差走阔	11
图 16：2020Q4 国有行同业存单卖出规模增加（亿元）	11
图 17：2020H2 基金投资占交易盘比较大的国有行赎回基金	11
图 18：2020H2 民生银行和光大银行存款规模下降大（亿元）	12
图 19：2020H2 部分银行赎回基金（亿元）	12
图 20：部分银行基金投资期限较短（2020，亿元）	12
图 21：2020H2 国有行卖出同业存单（亿元）	13
图 22：2020H2 非法人产品持仓同业存单比例提升	13
图 23：2020H2 同业存单到期收益率快速上行（%）	13
图 24：对公活期存款成本刚性源于“假活期”和“手工补息”并存	14
图 25：存款挂牌利率调降后，个人定期存款成本下降，对公定期存款和活期存款成本抬升	14
图 26：2024 年 4 月商业银行对公活期存款下降 3.09 万亿（亿元）	15
图 27：2024 年 4 月商业银行对公结构性存款规模抬升（亿元）	16
图 28：2024 年 5 月国有行同业存单发行量同比多增 6297 亿元（亿元）	16
图 29：取消“手工补息”后 R007 和 DR007 利差收窄	16
图 30：2024 年 4 月国有行资金融出规模下降	16
图 31：取消“手工补息”后货基规模增长	17
图 32：取消“手工补息”后理财规模明显增长	17
图 33：季末非银存款转为居民存款（亿元）	18

图 34: 4 月银行中债托管规模下降, 非法人产品上升	18
图 35: 4 月国有行同业存单买入力度下降 (亿元)	19
图 36: 4 月股份行卖出中票和超短融 (亿元)	19
图 37: 压降结构性存款过程中, 股份行存款流失率较高 (%)	19
图 38: 股份行对公存款占比高, 对公贷款占比低, 对公存款策略偏主动 (2023)	20
图 39: 股份行基金投资规模较大、占交易盘比例高	20
图 40: 2024 年 6-7 月共有 4.37 万亿同业存单到期	21
图 41: 2024 年以来国有行持续加仓同业存单 (亿元)	21
表 1: 结构性存款属于一般性存款	4
表 2: 2020 年监管要求商业银行压降结构性存款规模	6
表 3: 同业负债对 NSFR 的优化力度小于一般性存款	7
表 4: 同业负债对 LCR 的优化力度小于一般性存款	7
表 5: 2020 年下半年商业银行个人定期存款支撑存款增长 (万亿)	8
表 6: “手工补息”存款行为主要存在于国股行 (2023, 亿元)	15
表 7: 取消“手工补息”后不同情形下对银行 LCR 影响不同 (2023)	17
表 8: 取消“手工补息”后不同情形下对银行 NSFR 影响不同 (2023)	17
表 9: 受益标的估值表	21

1、以结构性存款为例，复盘打击高息存款后的银行行为变化

结构性存款是什么？根据《理财新规》，结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应收益的产品。结构性存款应纳入银行表内核算，作为一般性存款曾是商业银行主动负债重要手段。

表1：结构性存款属于一般性存款

时间	监管部门	政策文件	具体内容
2018年9月	(原)银保监会	《商业银行理财业务监督管理办法》	结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生产品的存款，通过与利率、汇率、指数等的波动挂钩或者与某实体的信用情况挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应收益的产品。 结构性存款应当纳入商业银行表内核算，按照存款管理，纳入存款准备金和存款保险保费的缴纳范围，相关资产应当按照国务院银行业监督管理机构的相关规定计提资本和拨备。

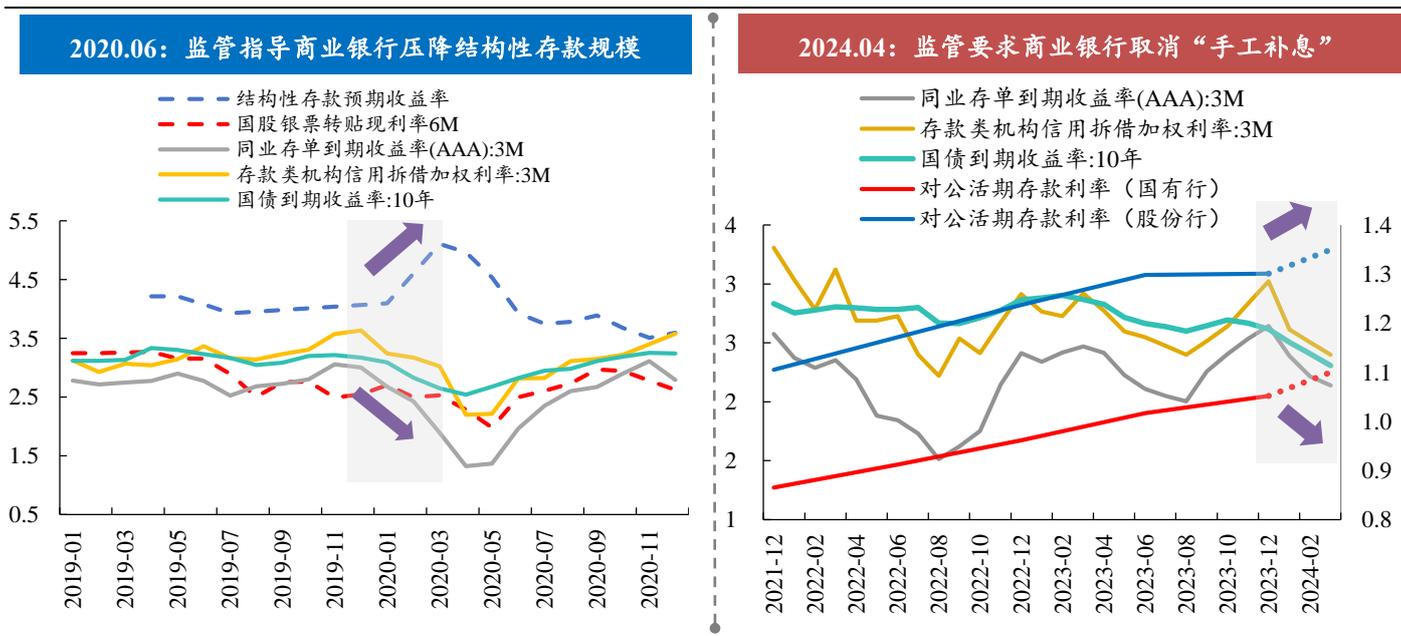
资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所

复盘结构性存款压降对于取消“手工补息”有一定的借鉴意义：

背景相同：存款利率刚性，其他如债券、信贷、资金利率均为下行环境。

(1) 防止资金空转：存款利率与市场利率走势背离，易催生金融套利。2020年上半年，票据转贴现利率、同业拆借利率、同业存单和国债等债券收益率均持续下行，但结构性存款预期收益率持续抬升，催生金融套利空间，2020年6月监管通过窗口指导商业银行压降结构性存款规模。2024年一季度以来，各类债券市场利率持续下行，但银行对公活期存款利率居高不下，2024年4月，存款利率自律机制提出倡议禁止银行通过“手工补息”的方式高息揽储。

图1：压降结构性存款和取消“手工补息”背景相同：存款利率与市场利率背离（%）

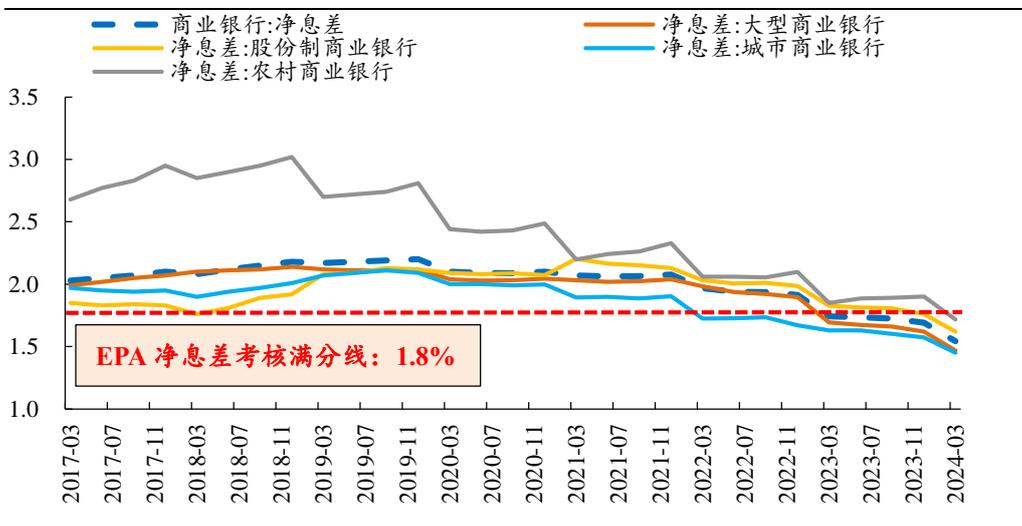


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 为银行负债成本减负：银行经营面临资产收益下行与存款成本刚性两难。2020年让利实体诉求下，资产端收益率不断下降，但负债端成本表现刚性，商业银

行净息差开始下降。2024Q1 商业银行净息差更是跌至 1.54% 的历史低位，各类型银行净息差均低于 1.80% 的 EPA 考核满分线。资产端高收益资产稀缺，负债成本下降节奏缓慢，银行经营承压的背景下，监管打击银行高息存款。

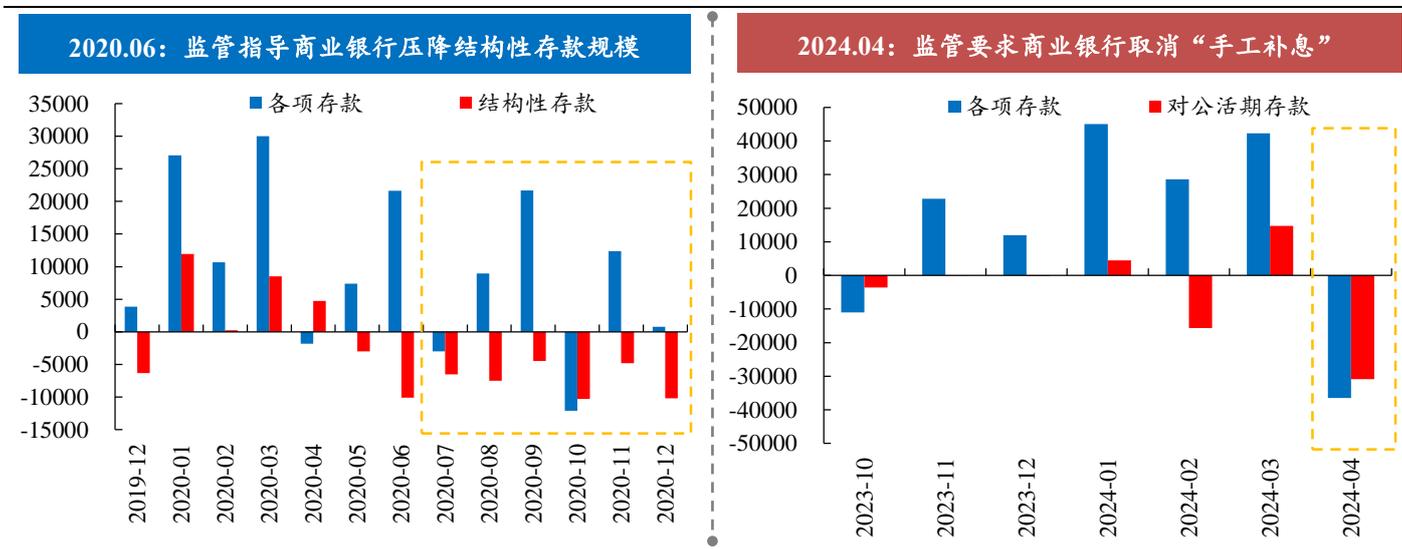
图2：2024Q1 商业银行净息差降至 1.54%，远低于 1.80% EPA 考核线 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

结果类似：打击高息存款使得银行存款规模流失，银行阶段性缩表。因此，复盘压降结构性存款过程中银行资产端和负债端行为的变化，对判断“取消手工补息”后银行资产负债行为的演绎具有重要参考价值。

图3：压降结构性存款和取消“手工补息”结果类似：银行存款规模阶段性流失（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：当月新增存款规模）

2、压降结构性存款的复盘与启示

2.1、压降结构性存款过程中的银行行为演绎

2020年6月开始，监管指导商业银行压降高成本的结构性存款。2020年6月以来，部分大中型银行收到了银保监会的窗口指导，要求将结构性存款规模在2020年9月30日前压降至年初规模，并在2020年12月31日前逐步压降至年初规模的三分之二。

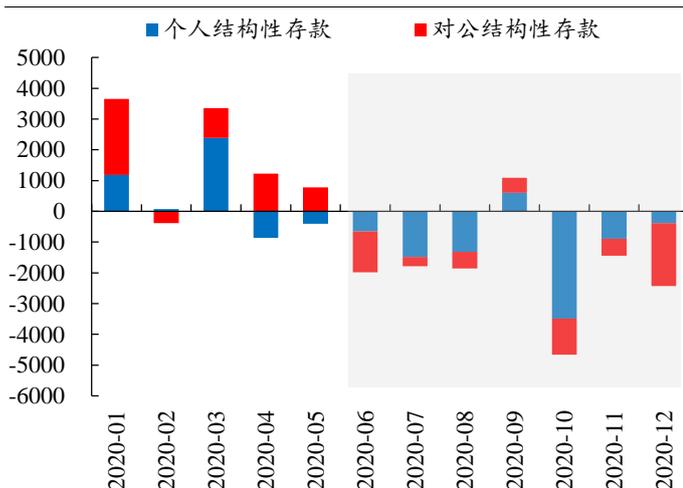
表2：2020年监管要求商业银行压降结构性存款规模

时间	监管部门	政策文件	具体内容
2019年10月	(原)银保监会	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 银行发行结构性存款应具备普通类衍生产品交易业务资格，执行衍生产品交易相关监管规定等，并按照“新老划断”原则设置了12个月的过渡期。
2020年3月	人民银行	《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 一是各存款类金融机构应严格执行中国人民银行存款利率和计结息管理有关规定，按规定要求整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款“创新”产品。二是中国人民银行指导市场利率定价自律机制加强存款利率自律管理，并将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围。三是中国人民银行将存款类金融机构执行存款利率管理规定和自律要求情况纳入宏观审慎评估(MPA)，同时指导市场利率定价自律机制将上述情况纳入金融机构合格审慎评估。
2020年6月	(原)银保监会	窗口指导	<ul style="list-style-type: none"> 2020年6月以来，部分大中型银行收到了银保监会的窗口指导，要求规范结构性存款管理，压降结构性存款规模，在2020年9月30日前压降至年初规模，并在2020年12月31日前逐步压降至年初规模的三分之二。
2020年6月	(原)银保监会	《北京银保监局关于结构性存款业务风险提示的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 一是严控业务总量及增速。年内结构性存款业务增长过快的银行，应切实采取有力措施，逐月压降本行结构性存款规模，在2020年末，将总量控制在监管政策要求的范围之内。 二是确保产品设计审慎合规。各行应严格执行289号文，确保新发行的结构性存款业务在保底收益、行权条件、交易对手等方面满足合规性要求，切实杜绝“假结构”等问题。 三是加强资金来源甄别。各行应加强对购买单位结构性存款资金来源的甄别，防止个别企业利用从银行获得的低成本信贷资金进行空转套利。”

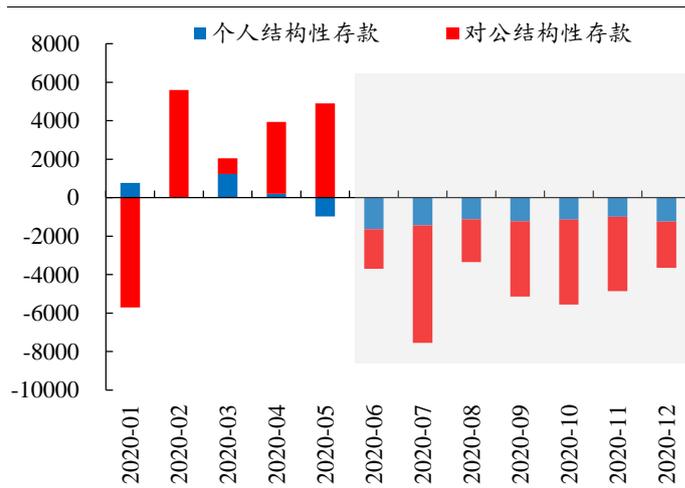
资料来源：国家金融监督管理总局、人民银行、财新网、中国证券报、开源证券研究所

2.1.1、负债端：短期增发同业存单，长期仍需一般性存款补充

2020H2 商业银行共压降 4.38 万亿结构性存款。2020年6月监管窗口指导后，商业银行开始逐渐压降结构性存款规模，从压降节奏上来看，中小行 Q3 和 Q4 压降节奏平稳，大型银行 Q4 压降规模更大。

图4：四大行于2020Q4大幅压降结构性存款（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：当月新增规模）

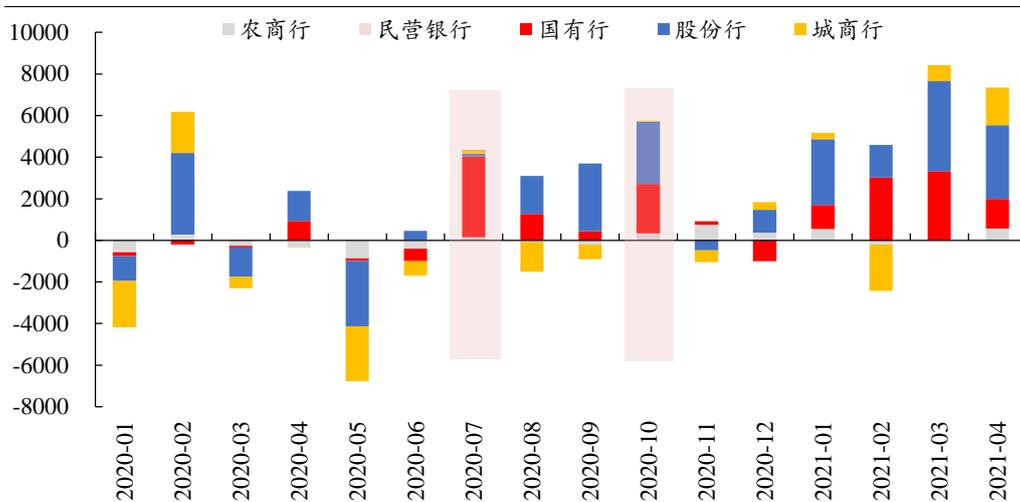
图5：中小行压降结构性存款节奏平稳（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：当月新增规模）

负债端，短期考核时点银行通过超发同业存单补充负债缺口。同业存单是银行快速补充负债缺口的一种方式。2020年下半年压降结构性存款规模期间，银行超发同业存单，在考核时点表现得更加明显。2020年6月银行受到监管窗口指导，次月国有行同业存单发行量快速提升，同比多发3873亿元；2020年9月和12月末为银行的两个考核时点，银行更缺一般性存款，考核时点次月，即2020年10月和2021

年1月银行同业存单发行量同比超发明显。

图6：监管要求或考核时点的次月，银行超发同业存单（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：同业存单发行量同比增量）

但同业存单发行量受同业负债占比上限约束，且不利于优化流动性指标。同业存单可作为短期补充负债的方式，但长期来看，一方面同业存单算入同业负债，面临 1/3 的占比上限约束，另一方面，同业存单对流动性指标（如流动性覆盖率、净稳定资金比例、存贷比等）的优化力度不及一般性存款。如果结构性存款规模压降后，用同业存单进行补充，银行流动性指标或有一定压力。

表3：同业负债对 NSFR 的优化力度小于一般性存款

可用稳定资金系数	6个月内	6-12个月	1年以上
监管资本	100%	100%	100%
零售和小企业客户：稳定存款	95%	95%	100%
零售和小企业客户：欠稳定存款	90%	90%	100%
企业客户存款	50%	50%	100%
同业负债（包含同业存单）	0%	50%	100%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所（注：可用稳定资金系数越大，越有利于优化 NSFR。）

表4：同业负债对 LCR 的优化力度小于一般性存款

未来 30 天的预期现金流出总量		折算率	
剩余期限在 30 天以内的负债	小企业客户和零售存款	(1) 稳定存款 5%	
		(2) 欠稳定存款 10%	
	企业客户存款	(1) 业务关系存款（不包括代理行业务） 25%	
		(2) 非业务关系存款 40%	
	同业负债（含同业存单）		100%
	剩余期限在 30 天以上的负债		0%

资料来源：国家金融监督管理总局、开源证券研究所（注：折算率越小，越有利于优化 LCR。）

长期来看，银行仍需推动一般性存款增长。2020 年下半年为补充存款缺口，银行内部通过提升普通定期存款 FTP 鼓励客户经理进行存款结构的转化，但从执行效果来看，个人结构性存款转为普通定期存款的效果更好，一方面源于个人结构性存款较个人定期存款利差不如对公大，另一方面监管严防资金空转，部分套利的结构性存款用于偿还票据贴现。2020H2 大型银行和中小型银行个人定期存款增量分别

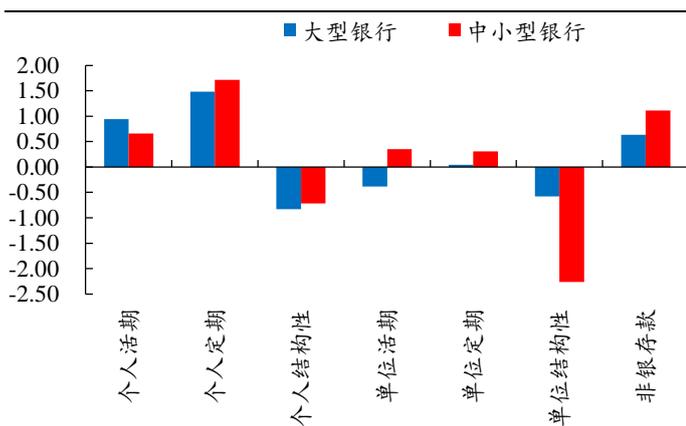
为 1.48 万亿和 1.72 万亿，占总存款增量的 129%和 60%。

表5: 2020 年下半年商业银行个人定期存款支撑存款增长 (万亿)

银行类型	各项存款	个人存款	个人活期储蓄存款	个人定期储蓄存款	个人结构性存款	单位存款	单位活期存款	单位定期存款	单位结构性存款	非银存款
大型银行	1.15	1.06	0.94	1.48	-0.83	-0.61	-0.38	0.04	-0.58	0.63
中小型银行	2.84	1.99	0.66	1.72	-0.72	-0.26	0.35	0.31	-2.26	1.11

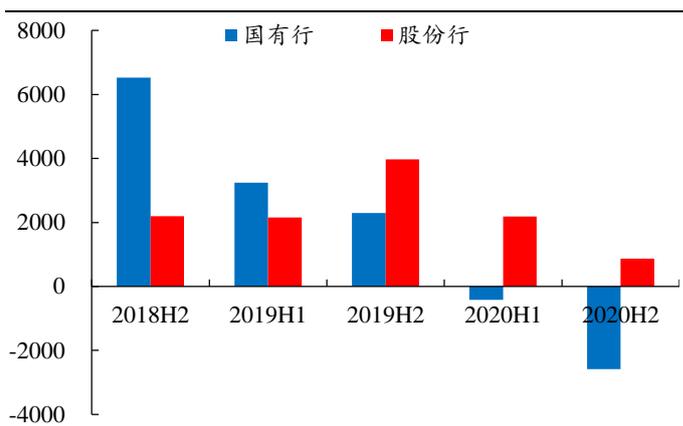
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2020H2 个人定期存款支撑存款增长 (万亿)



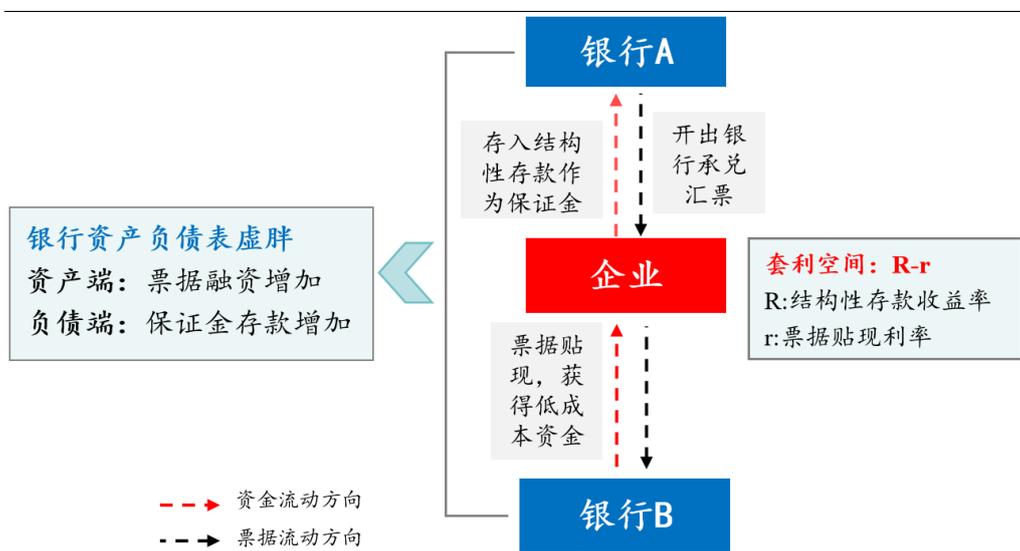
数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2020H2 国有行票据融资规模下降 (亿元)



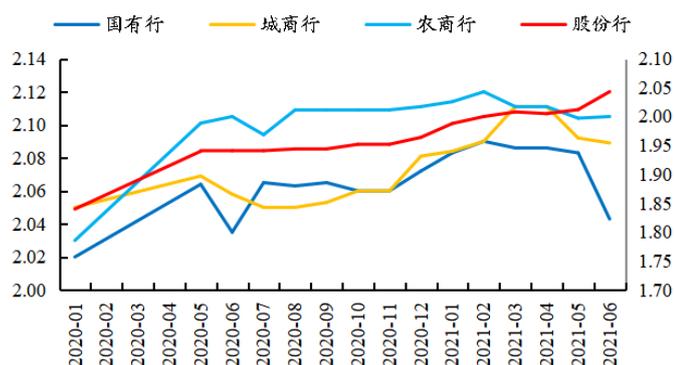
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 企业或通过结构性存款进行金融套利

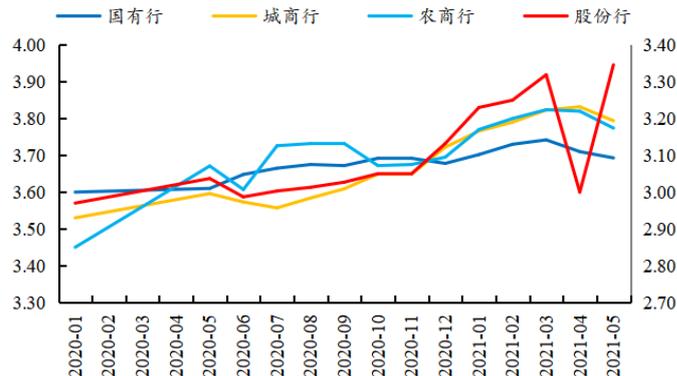


资料来源: 开源证券研究所

从存款定价来看，2020年6月以来，银行定期存款利率呈不断提升趋势。根据融360大数据研究院监测的数据，自2020年9月起，商业银行五年期定存利率连续上涨5个月，其余各期限定期存款利率连续上涨6个月。

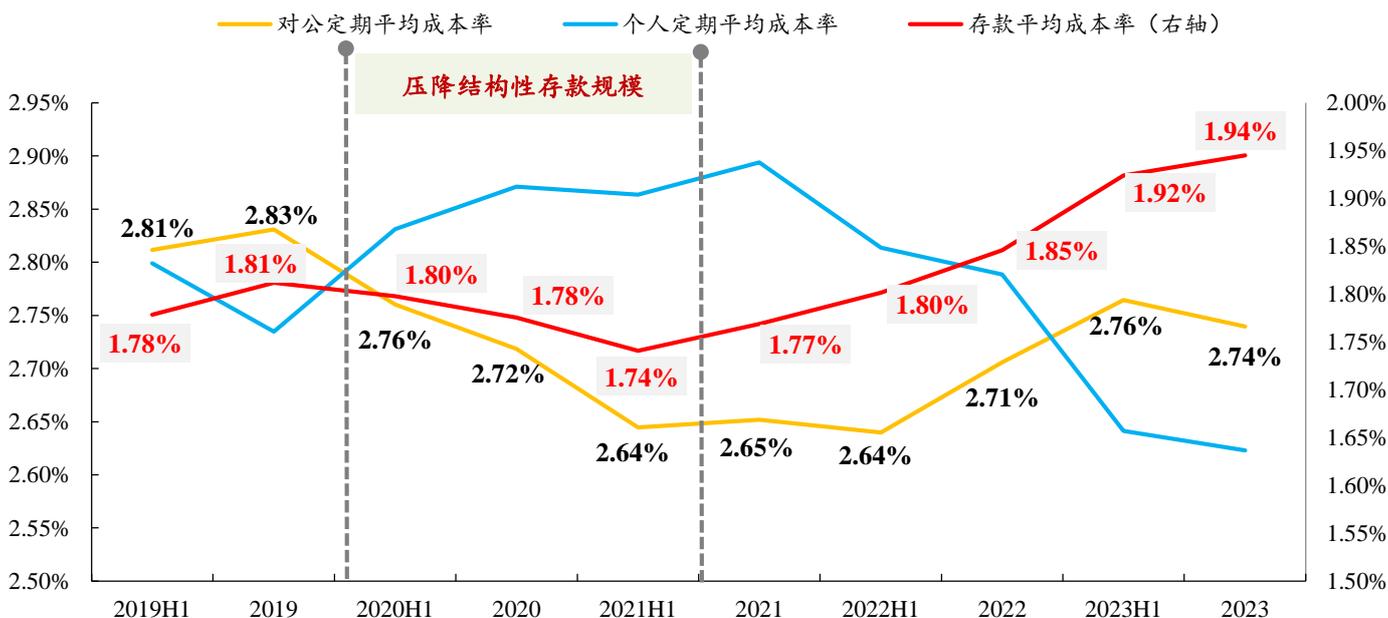
图10：2020年6月后1Y定存存款利率提升（%）


数据来源：融 360 数字科技研究院、开源证券研究所

图11：2020年6月后3Y定期存款利率提升（%）


数据来源：融 360 数字科技研究院、开源证券研究所

商业银行压降 4.38 万亿结构性存款支撑存款平均成本率下降 6BP。最终体现在存款成本上，压降结构性存款使得银行存款结构改善，上市银行存款平均成本率从 2020H1 的 1.80% 下降 6BP 至 2021H1 的 1.74%。拆分结构来看，对公定期存款平均成本率明显下降，2020H1-2021H1 期间下降 12BP，但个人定期存款成本率抬升。

图12：2020年下半年对公定期存款平均成本率下降，个人定期存款平均成本率提升


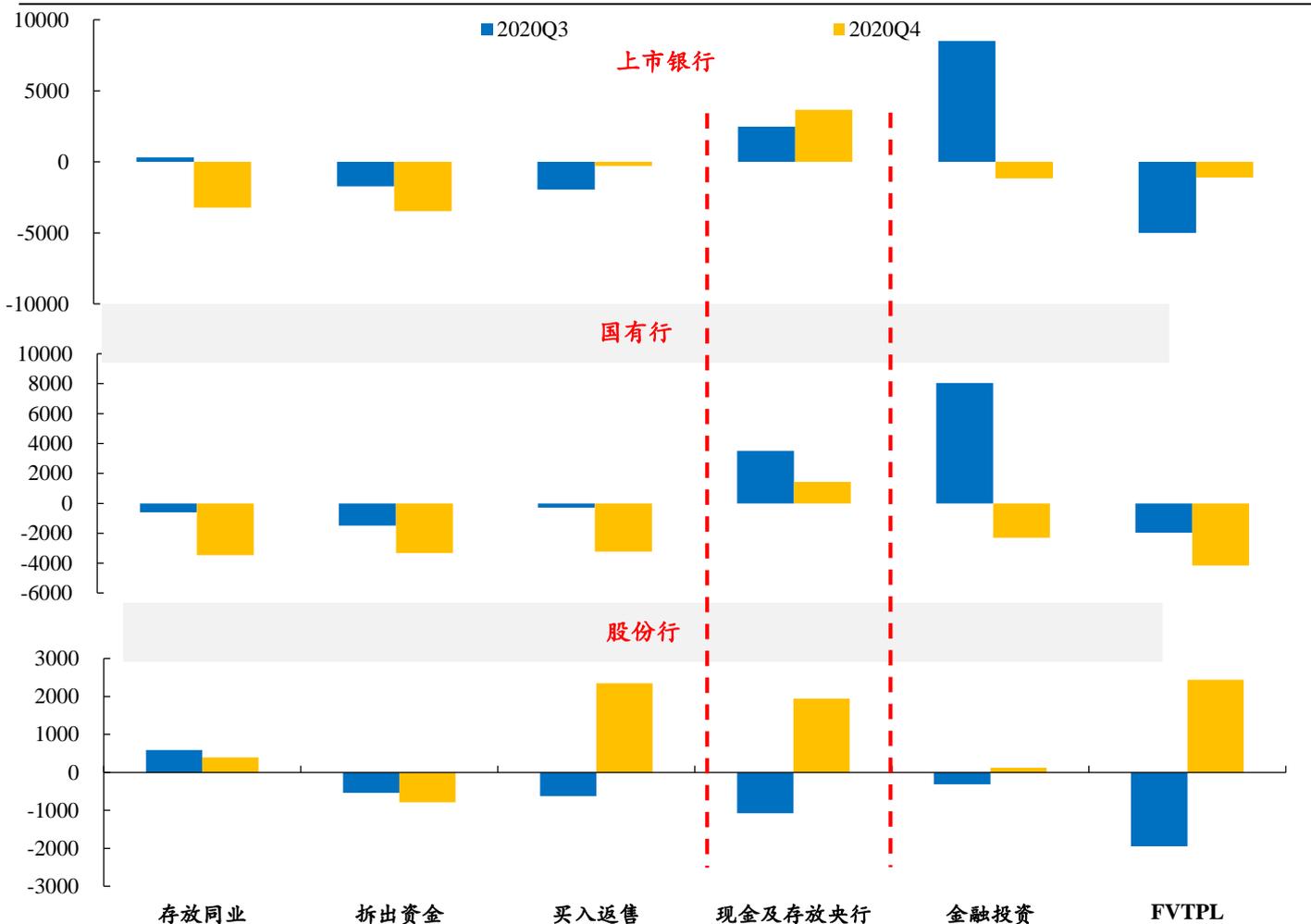
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.2、资产端：增加备付金、压降同业资产、赎回基金

资产端：一方面为预防日间流动性紧张，银行会增加备付金，另一方面，压降结构性存款导致存款流失，银行资金融出意愿降低，金融市场部被动赎回流动性较好的资产如同业存单，短久期信用债和基金等。由于国股行对结构性存款压降的节奏略有差异，体现在资产端的变化上，国有行 2020Q4 变化更明显，股份行则主要体现于 2020Q3。

(1) 增加备付金：银行预防性调高备付率水平。在结构性存款压降过程中，为预防日间流动性紧张，银行可能通过赎回一些流动性较高的资产，调高备付率水平以应对后续结构性存款规模的不断压降。

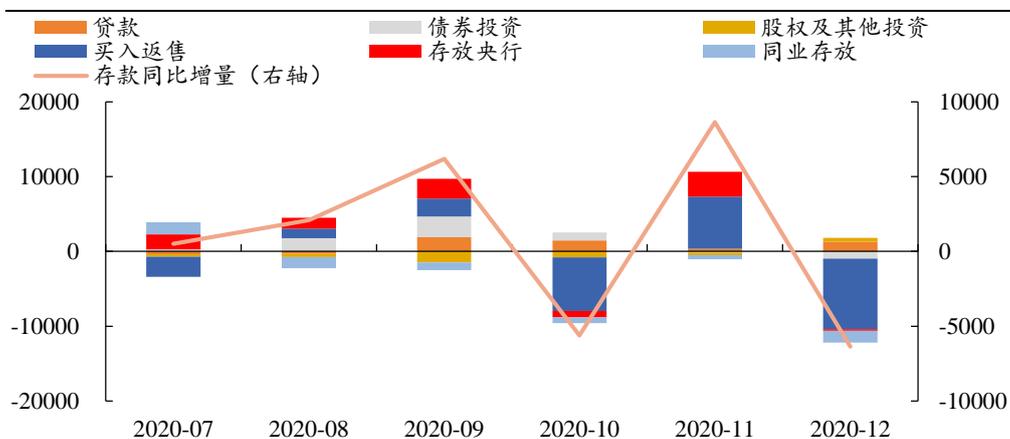
图13: 2020Q3 和 Q4 上市银行压降同业资产和交易性金融资产 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 单季同比增量)

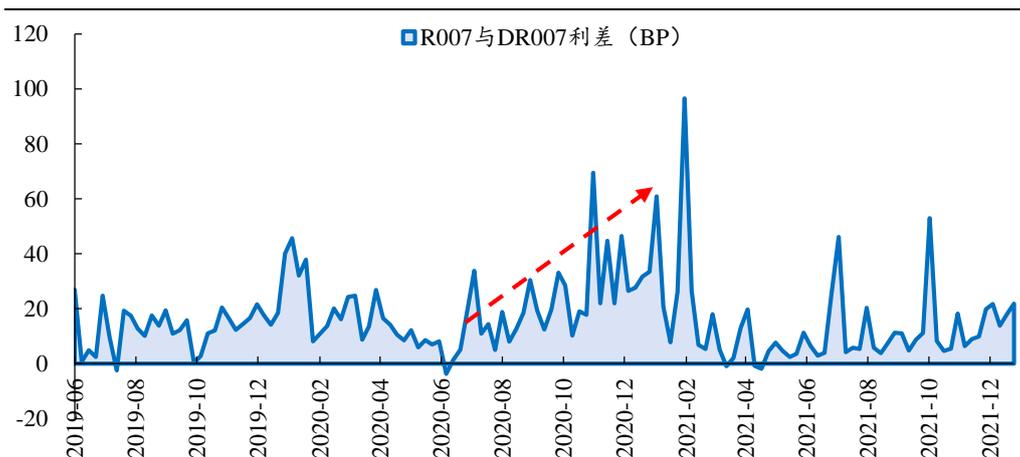
(2) 资金融出意愿下降, 压降同业资产。2020Q3 和 2020Q4 上市银行存放同业、拆出资金和买入返售的规模均持续下降。大型银行是资金市场最重要的融出方, 从月度数据来看, 10 月和 12 月是大型银行存款增长压力较大的阶段, 资金融出规模明显收缩。2020 年下半年 R007 和 DR007 之间的利差持续走阔。

图14: 2020Q4 四大行压降买入返售规模 (亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 当月同比增量)

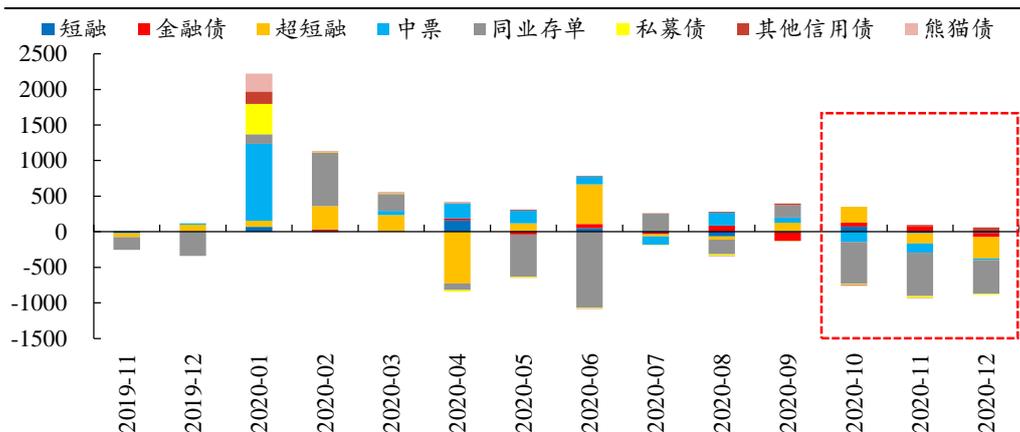
图15：2020年7月-12月R007与DR007利差走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

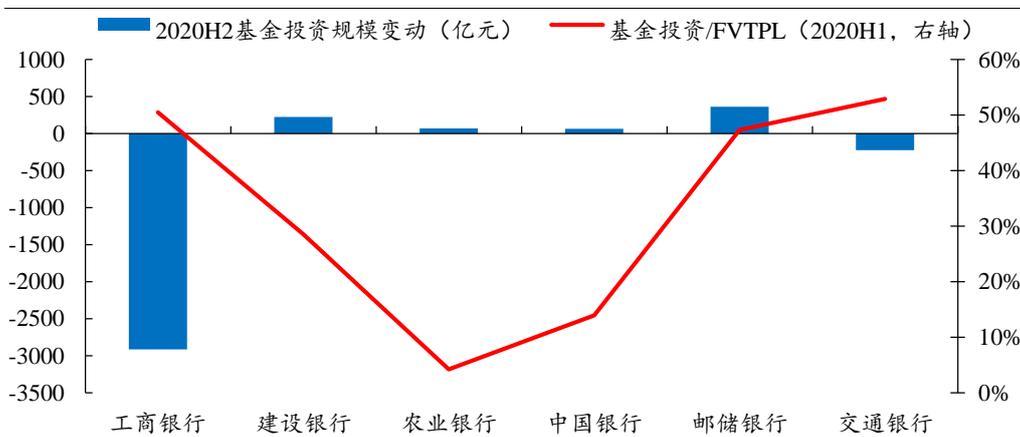
(3) 投资结构：国有行 2020Q4 卖出同业存单，赎回基金。 国有行 2020Q4 大力压降结构性存款规模，由于一般性存款难以在短时间内上量，总存款规模下降。资产端金市被动赎回流动性较好的资产，如超短融、同业存单，2020Q4 国有行净卖出 1681 亿元同业存单，此外交易盘中基金投资占比大的银行如工商银行、交通银行赎回基金，其中工商银行 2020H2 基金投资规模大幅下降 2916 亿元。

图16：2020Q4 国有行同业存单卖出规模增加（亿元）



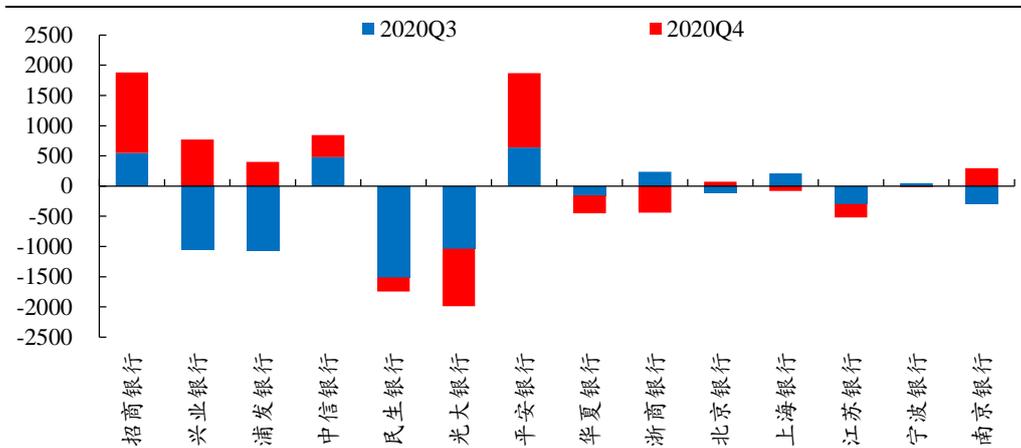
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020H2 基金投资占交易盘比较大的国有行赎回基金

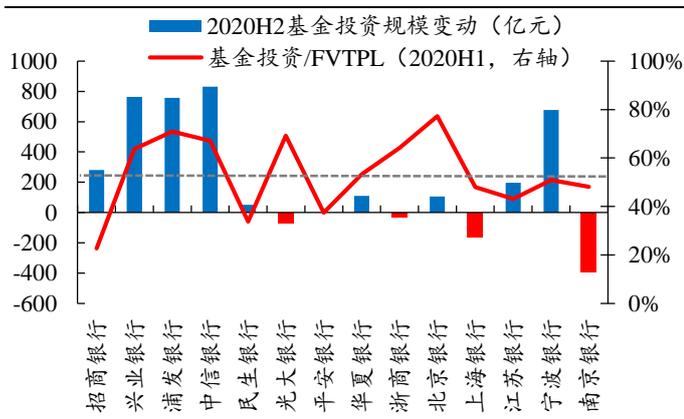


数据来源：各银行财报、开源证券研究所

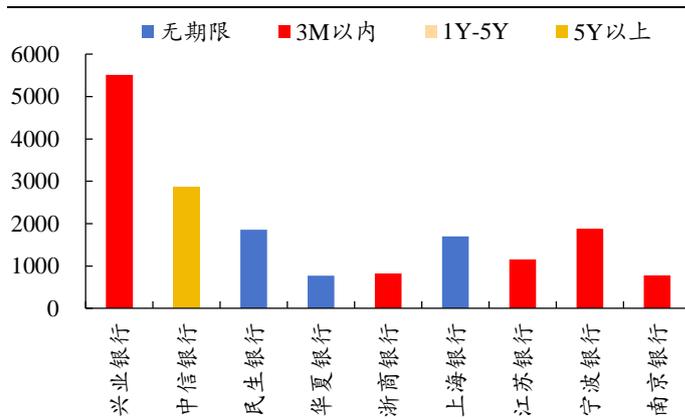
部分存款流失压力较大的股份行和城商行压降基金投资敞口。股份行对公存款占比高但对公贷款占比低，信用派生的存款少，对公存款策略主要依靠高息揽储，在压降对公结构性存款的过程中，部分股份行存款流失压力较大如民生银行、光大银行，资产端赎回基金兑现流动性，2020H2 光大银行、浙商银行和南京银行压降基金投资敞口。

图18：2020H2 民生银行和光大银行存款规模下降大（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：当季新增存款规模）

图19：2020H2 部分银行赎回基金（亿元）


数据来源：各银行财报、开源证券研究所

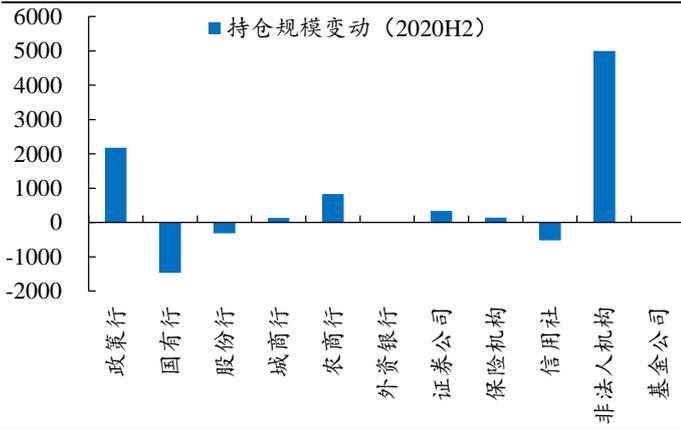
图20：部分银行基金投资期限较短（2020，亿元）


数据来源：各银行财报、开源证券研究所（注：南京银行为2020年9月末数据、民生银行为2020年6月末数据）

2.2、同业存单：强供给+弱需求，同业存单利率上行

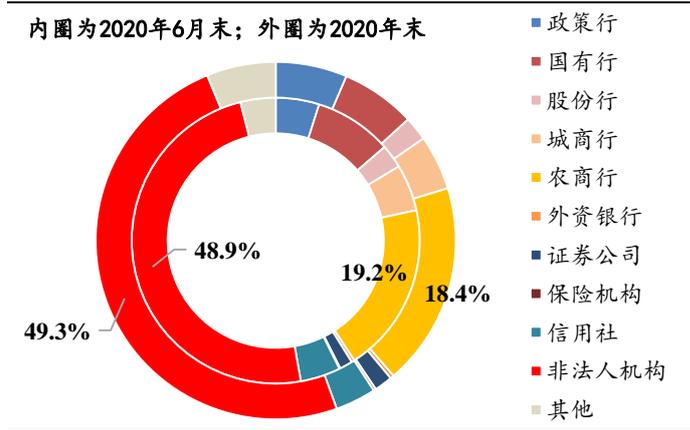
2020年下半年同业存单利率上行。受存款规模流失影响，商业银行加大了同业存单发行力度，但需求端承接力量不足，强供给+弱需求格局下，同业存单到期收益率持续抬升。

图21: 2020H2 国有行卖出同业存单 (亿元)



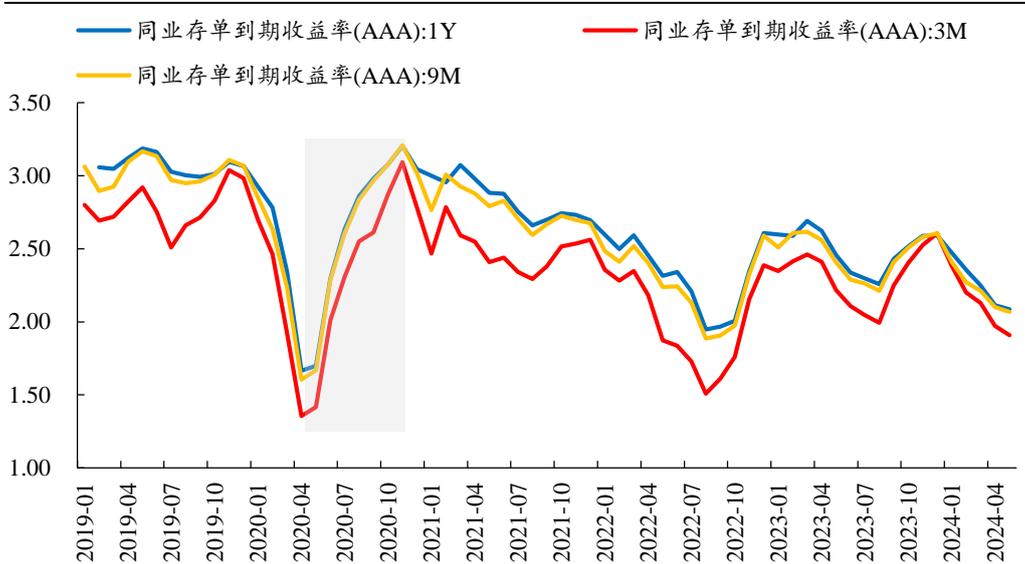
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 2020H2 非法人产品持仓同业存单比例提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 2020H2 同业存单到期收益率快速上行 (%)



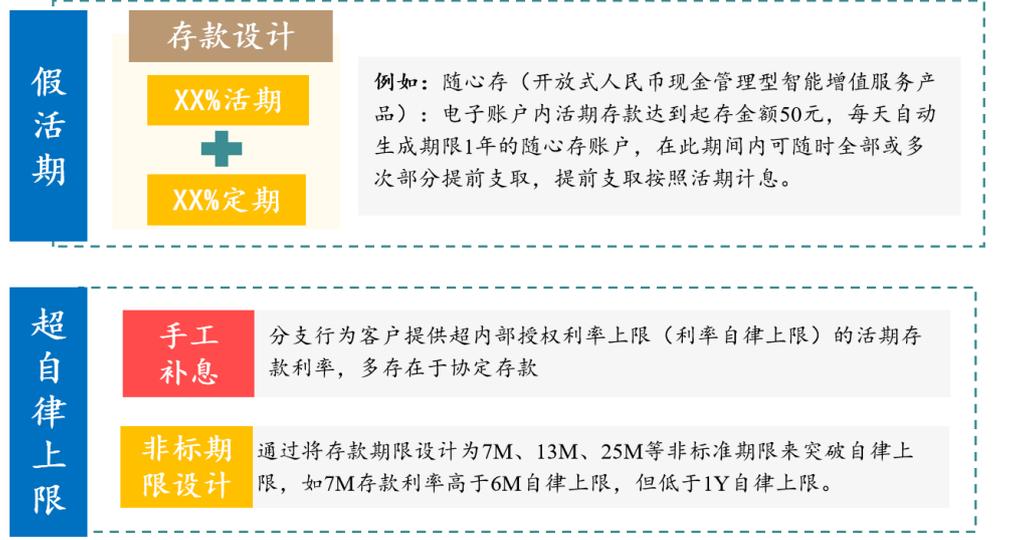
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、取消“手工补息”的影响与展望

存款成本刚性的背后：对公存款成本难以压降。2020 年以来，监管着力推动银行负债成本下降，但银行存款成本表现刚性，对公存款成本率持续抬升是很重要的一个原因。由于对公客户存款规模大，议价权强，其存款成本易上难下。

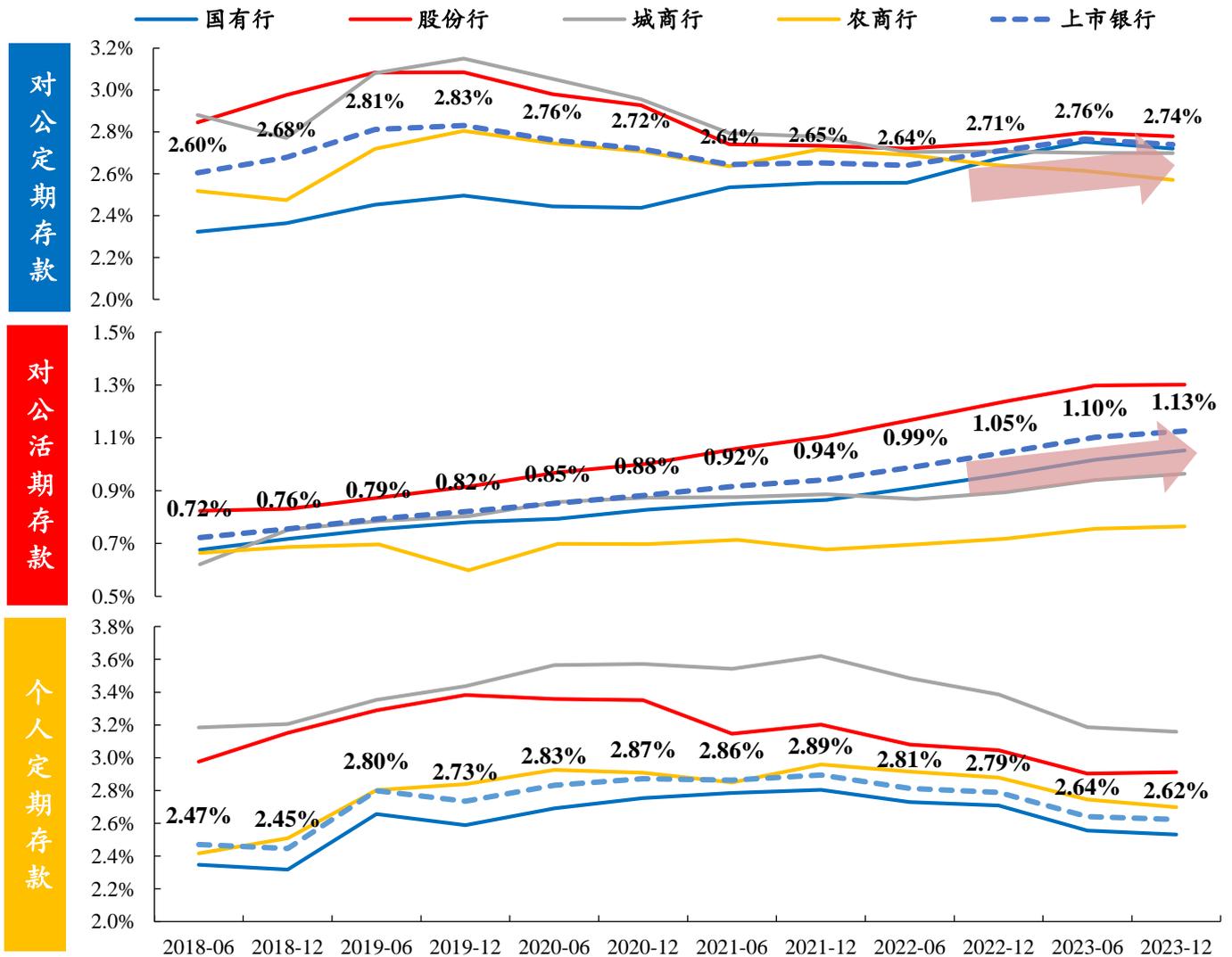
对公活期存款成本率持续提升，源于“假活期”和“手工补息”并存。一方面银行活期存款中存在一些创新型存款产品，为活期+定期的产品设计，定期存款部分的成本较高，推升了对公活期存款成本率。另一方面，银行分支机构为留存大企业客户，通过“手工补息”变相突破存款内部受限利率上限，为客户提供高息对公活期存款。此外，银行还存在通过设计“非标准期限”存款产品突破利率自律上限的行为。

图24：对公活期存款成本刚性源于“假活期”和“手工补息”并存



资料来源：开源证券研究所

图25：存款挂牌利率调降后，个人定期存款成本下降，对公定期存款和活期存款成本抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

“手工贴息”行为多存在于国股行，涉及存款类型主要是对公活期存款。贴息对象分为两种：一是客户经理为留存大企业客户，变相突破存款利率授权要求或自律上限，为客户提供高息对公活期存款；二是理财产品通过保险资管产品购买高息活期存款。

我们测算 2023 年上市银行涉及“手工贴息”的存款合计约 20 万亿元，国有行/股份行/城商行/农商行分别占对公活期存款 42%/55%/32%/20%。以国股行为主，其中工行、建行、农行、中行和交行分别为 2.98/2.45/2.83/2.33/0.94 万亿。

表6：“手工贴息”存款行为主要存在于国股行（2023，亿元）

银行名称	公司活期存款余额	公司活期存款成本率	活期存款利率上限	协定存款利率上限	通知存款(7D)利率上限	贴息存款余额	贴息存款/公司活期存款	贴息存款/总存款
国有行	279473	1.05%	0.45%	1.25%	1.45%	118181	42%	8.85%
股份行	122443	1.30%				67438	55%	17.13%
城商行	36703	0.96%	0.55%	1.35%	1.55%	11850	32%	8.38%
农商行	6176	0.76%				1241	20%	3.60%
上市银行	444796	1.13%	0.55%	1.35%	1.55%	198711	45%	10.43%

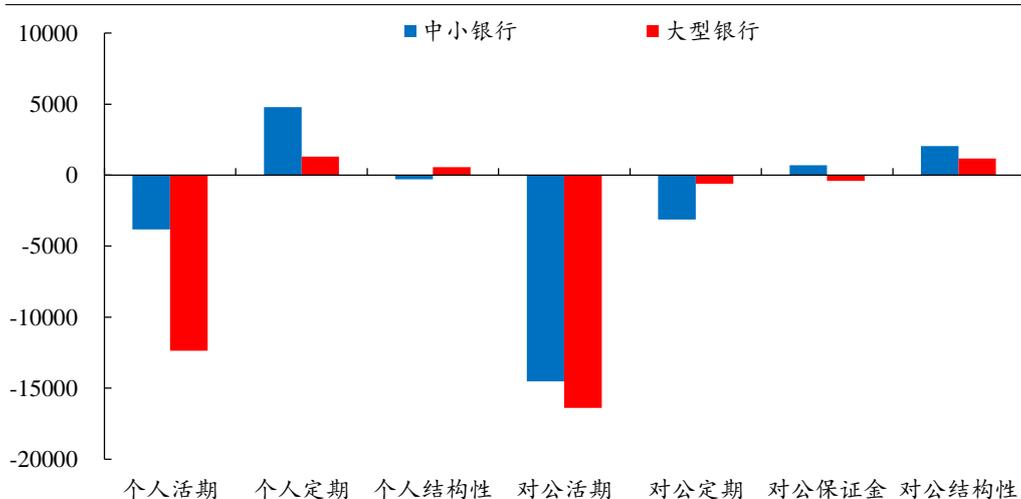
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：测算假设实操中一般对公活期存款利率国有行为 0.35%，其他银行为 0.45%；涉及到贴息部分的对公“类活期”存款利率为 2%。）

3.1、取消“手工贴息”后银行行为变化

3.1.1、负债端：对公活期存款流失，超发同业存单

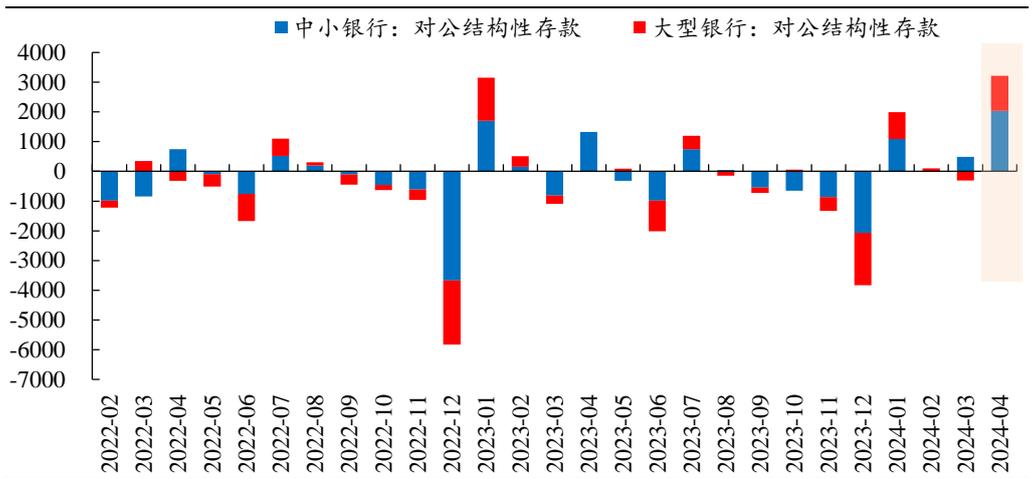
对公活期存款流失，国股行超发同业存单，对公结构性存款规模回升。2024 年 4 月取消“手工贴息”之后，4 月末大型银行和中小型银行对公活期存款规模分别下降 1.64 万亿和 1.45 万亿元。为填补对公活期存款流失的缺口，一方面，银行推动对公活期存款转结构性存款，4 月结构性存款规模回升；另一方面 4 月-5 月国股行同业存单发行量提升，5 月国有行同业存单发行量同比多增 6297 亿元。

图26：2024 年 4 月商业银行对公活期存款下降 3.09 万亿（亿元）



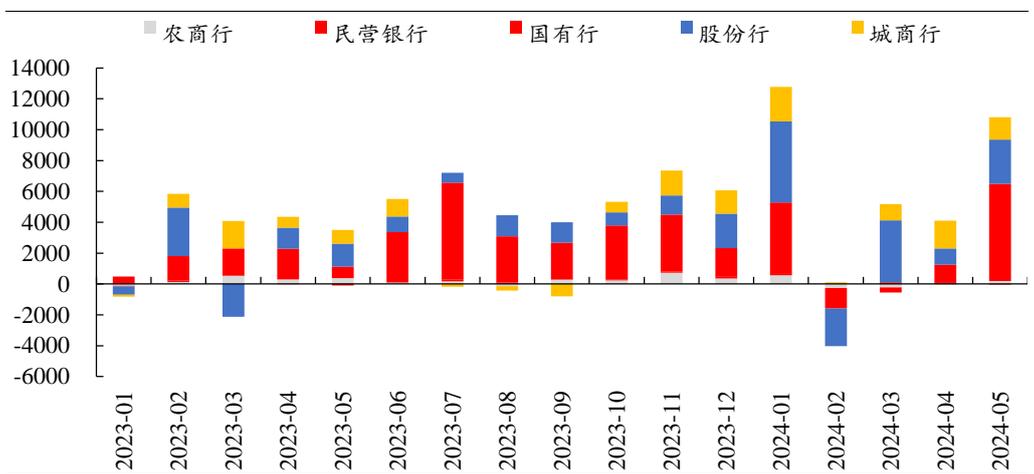
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：单月增量）

图27：2024年4月商业银行对公结构性存款规模抬升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：单月增量）

图28：2024年5月国有行同业存单发行量同比多增6297亿元（亿元）

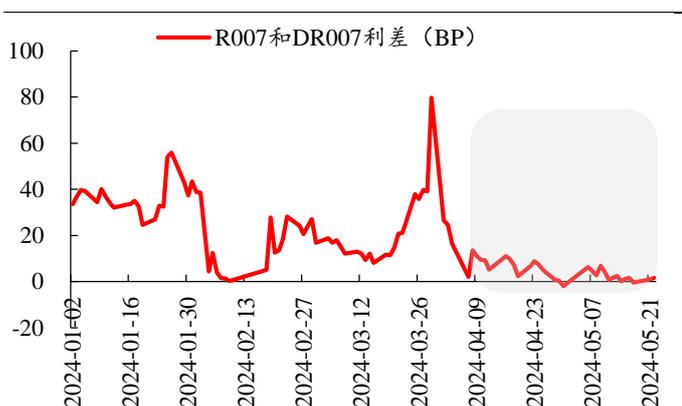


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、资产端：银行资金融出下降，但“存款搬家”缓解流动性分层

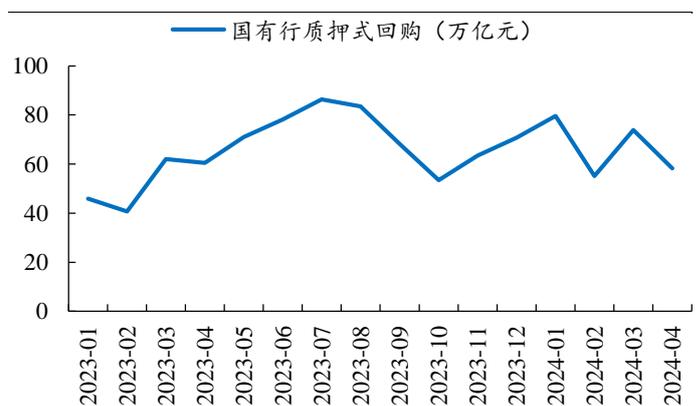
由于存款流失，4月国有行资金融出规模出现明显回落；此外，取消贴息后，部分对公活期存款转移至资管产品，非银资金量增加，借钱诉求下降，因此在取消贴息后，R007和DR007利差出现明显收窄。

图29：取消“手工贴息”后R007和DR007利差收窄

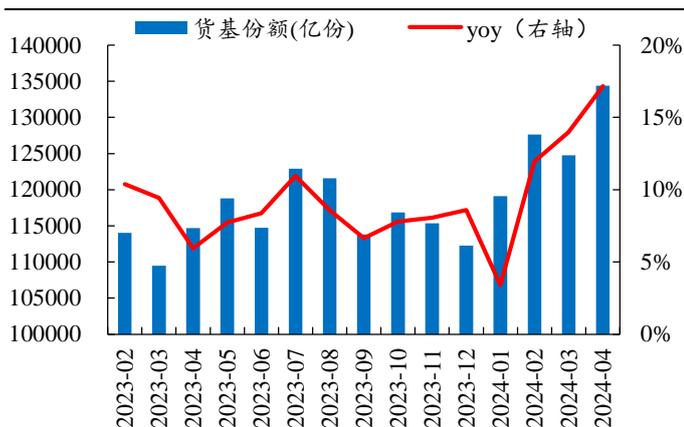


数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2024年4月国有行资金融出规模下降



数据来源：中国货币网、开源证券研究所

图31: 取消“手工贴息”后货基规模增长


数据来源: Wind、开源证券研究所

图32: 取消“手工贴息”后理财规模明显增长


数据来源: 普益标准、开源证券研究所

3.2、取消“手工贴息”后银行资产负债行为展望

3.2.1、负债端：预期结构性存款规模回升，6月理财超季节性回表

流动性指标压力下，负债端仍需推动一般性存款增长。取消“手工贴息”后，对公活期存款流失，或转为同业活期存款，流动性指标均承压，因此，为弥补负债缺口，银行仍需推动一般性存款增长。

表7: 取消“手工贴息”后不同情形下对银行 LCR 影响不同 (2023)

情形	中国银行	建设银行	工商银行	农业银行	交通银行
LCR (2023 年末)	135%	133%	122%	124%	129%
对公活期存款贴息后 (区间)	[121%, 145%]	[120%, 141%]	[111%, 129%]	[112%, 134%]	[118%, 138%]
LCR 变动幅度 (pct)	[-14.16, +10.11]	[-13.07, +8.22]	[-10.88, +6.63]	[-11.90, +9.73]	[-10.89, +9.76]
1、30%贴息存款转为 1M-1Y 对公定期存款	145%	141%	129%	134%	138%
2、30%贴息存款转为同业活期存款	121%	120%	111%	112%	118%
3、对公活期存款流失 30%	125%	124%	113%	114%	121%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

表8: 取消“手工贴息”后不同情形下对银行 NSFR 影响不同 (2023)

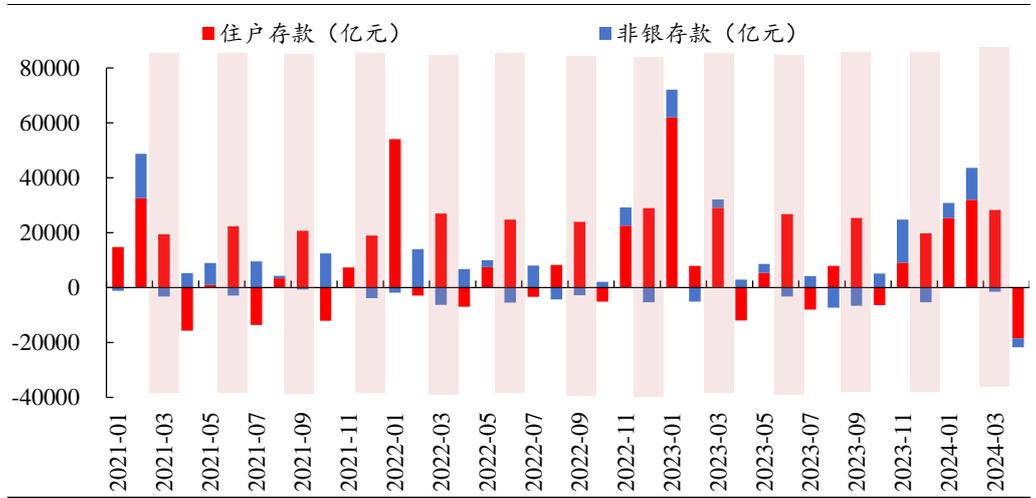
情形	中国银行	建设银行	工商银行	农业银行	交通银行
NSFR (2023 年末)	125%	127%	131%	129%	113%
取消贴息后 (区间)	[123% 125%]	[126% 127%]	[129% 131%]	[127% 129%]	[111% 113%]
NSFR 变动幅度 (pct)	[-2.04, 0]	[-1.73, 0]	[-1.89, 0]	[-2.00, 0]	[-1.93, 0]
1、30%贴息存款转为 1M-1Y 对公定期存款	125%	127%	131%	129%	113%
2、30%贴息存款转为同业活期存款	123%	126%	129%	127%	111%
3、对公活期存款流失 30%	123%	126%	129%	127%	111%

数据来源: 各银行财报、开源证券研究所

6月为重要考核时点，银行或通过增加结构性存款、理财回表等方式临时增加存款规模。对公活期存款付息频率为季度，6月末为银行存量活期存款结息时点，但同时面临MPA考核和财报披露，因此银行或全力推动一般性存款增长，可能的

方式有：(1) 提高一般性存款 FTP 来鼓励客户经理加大短期定存吸收力度；(2) 通过对公活期转结构性存款的方式留存客户；(3) 加大理财回表力度，季末本就是理财集中到期的时点，2024 年 6 月末理财回表规模或超季节性增长。

图33：季末非银存款转为居民存款（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

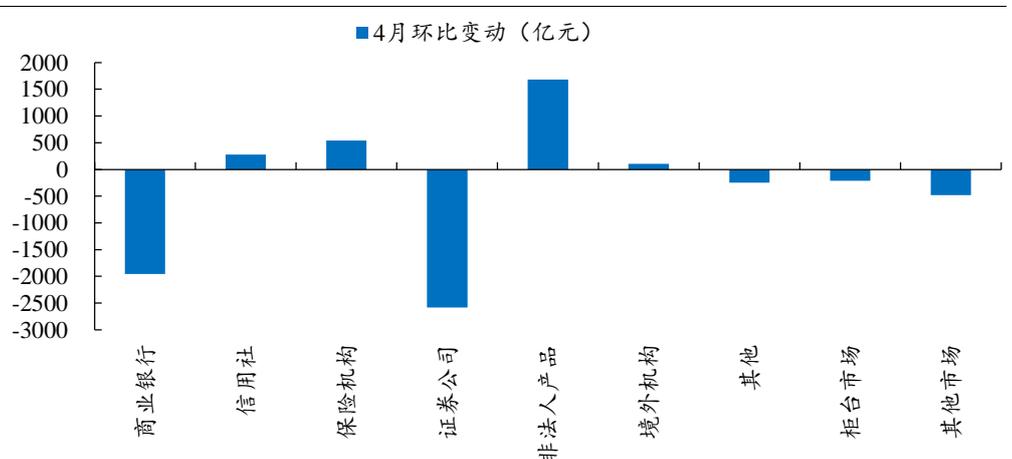
6 月行为判断基于银行季度间信贷平滑，刚性规模扩张的前提。若银行能被动接受数据“挤水分”带来的“缩表”，则主动补充负债必要性降低，理财回表力度或影响不大。

3.2.2、资产端：银行资金融出持续收紧，或卖出短债和赎回货基

预期资金延续从银行流向非银，R 和 DR 利差抬升幅度可控。6 月为季末月，叠加存款流失压力，银行资金融出意愿将持续收紧。若存款流失规模较大，银行或将卖出流动性较好的债券或赎回基金以兑现流动性。从资金面来看，季末 R007 和 DR007 的利差往往大幅走阔，但取消“手工贴息”后，存款有从银行体系流向非银的趋势，短期挤水分到理财，非银资金增加，6 月末利差抬升幅度或较小。

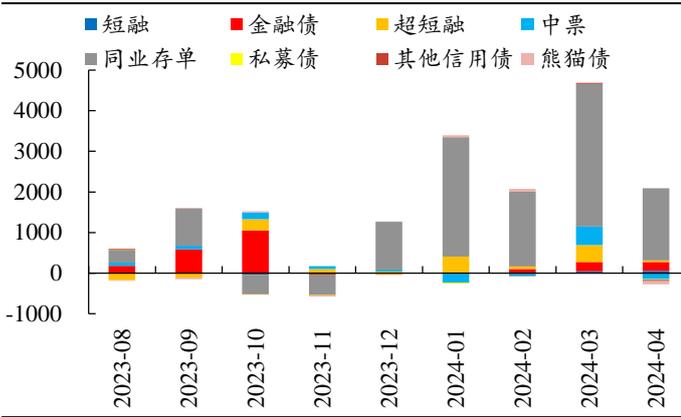
4 月银行配债力度边际下降，预期配债力量从银行转向非银。从中债托管数据看，4 月银行持债规模下降，非法人产品提升。从上清所托管数据来看，年初以来国有行存款稳健增长，持续加仓同业存单，股份行存款承压，卖出同业存单。

图34：4月银行中债托管规模下降，非法人产品上升



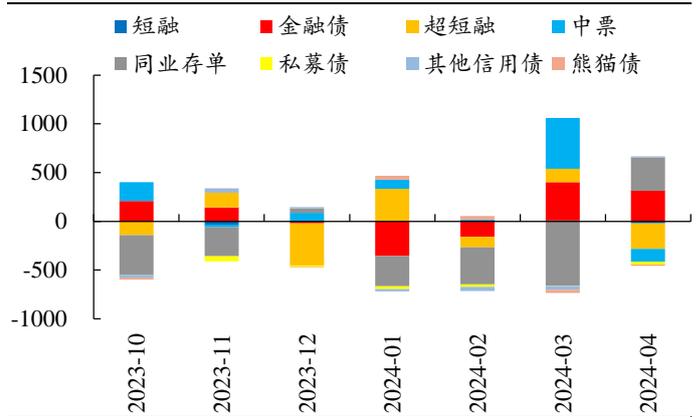
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35: 4月国有行同业存单买入力度下降(亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图36: 4月股份行卖出中票和超短融(亿元)



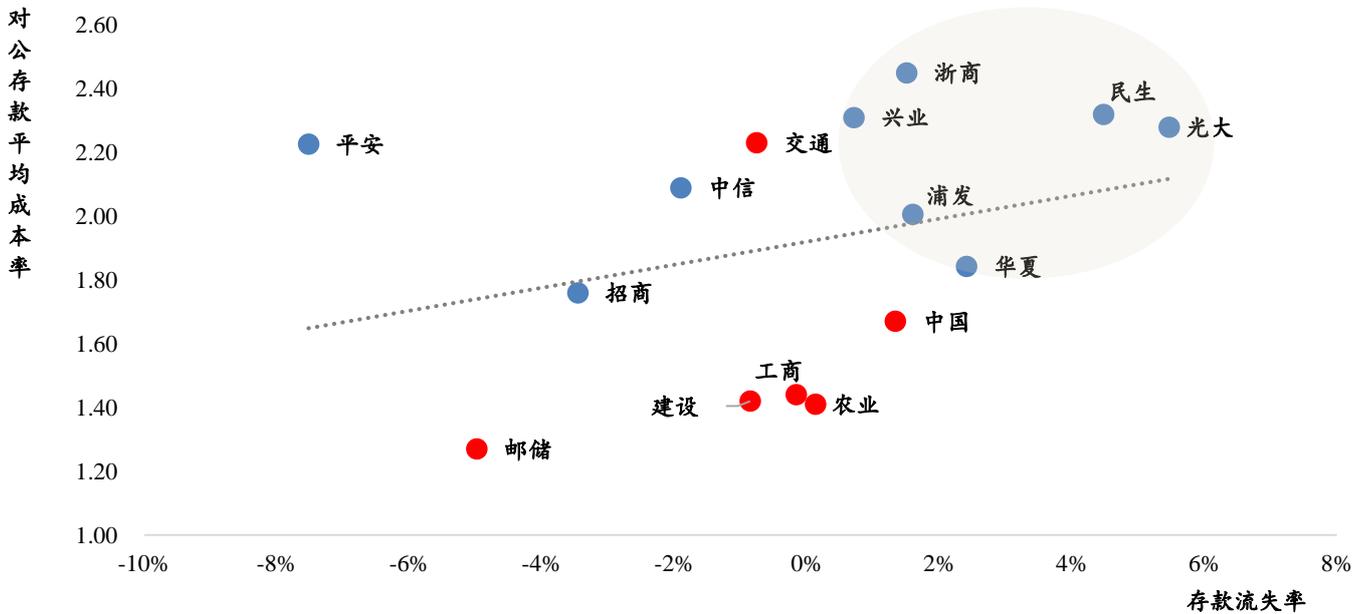
数据来源: Wind、开源证券研究所

关注 2024Q3 超季节性存款规模流失的可能性。由于 6 月为季末考核时点, 银行为推动一般性存款增长或增强短期临时性存款揽储力度, 7 月后银行存款或出现超季节性流出压力, 银行资金融出意愿难以短时间内回升。

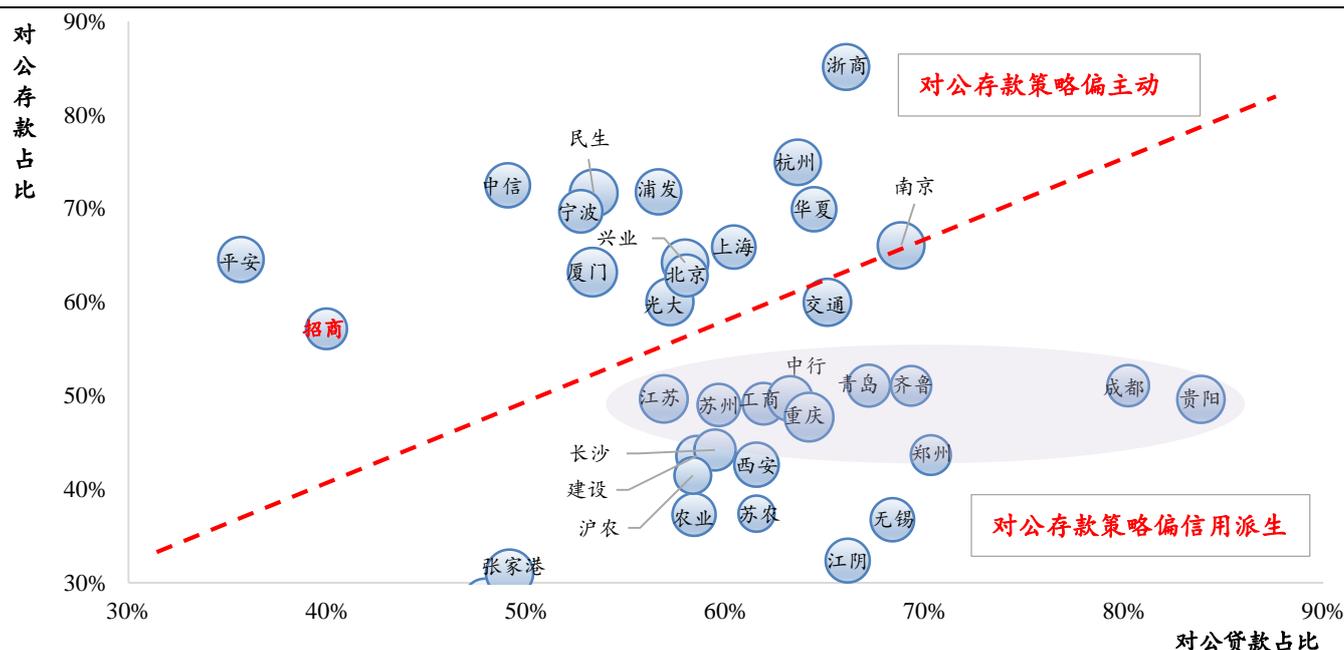
3.2.3、基金投资: 关注存款稳定性弱, 基金投资规模大的银行

我们复盘 2020 年下半年银行压降结构性存款的历程发现, 存款流失后, 部分银行亦存在基金赎回行为。股份行对公存款占比高但对公贷款占比低, 存款信用派生能力弱, 因此其对公存款主要依靠高息揽储策略, 存款稳定性弱, 在监管打击高息存款的过程中, 股份行存款流失率较高。同时股份行基金投资敞口大, 占交易盘比重大, 若存款流失较多, 或有赎回基金行为。

图37: 压降结构性存款过程中, 股份行存款流失率较高(%)



数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 1、存款流失率= (2020H2 新增存款规模/2020H1 末余额); 2、对公存款平均成本率为 2020H1 数据)

图38：股份行对公存款占比高，对公贷款占比低，对公存款策略偏主动（2023）


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：气泡越大，对公存款成本率越高）

图39：股份行基金投资规模较大、占交易盘比例高

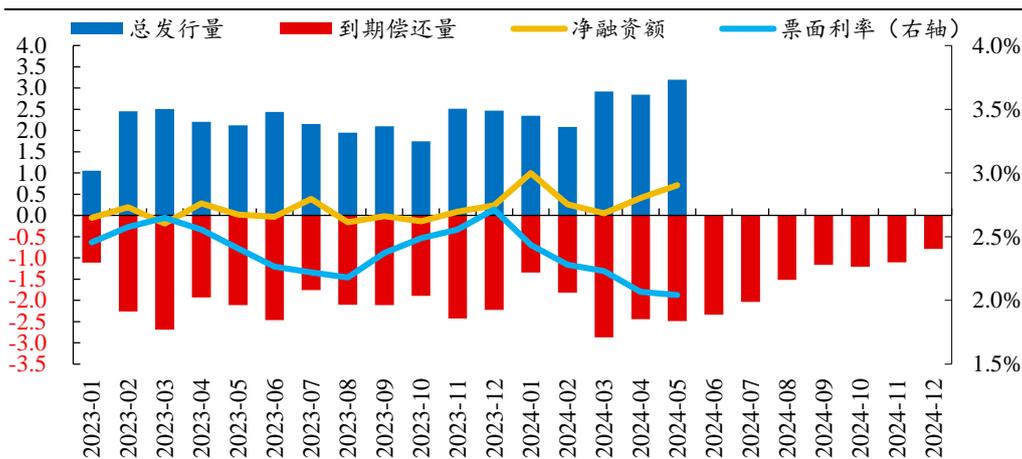
银行名称	基金投资（亿元）							基金投资/FVTPL						
	2020H1	2020	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2020H1	2020	2021	2022H1	2022	2023H1	2023
工商银行	5166	2249	1122	1204	1245	1635	1667	50.47%	28.67%	18%	16%	17%	20%	21%
建设银行	1945	2166	2651	2449	2267	2217	2400	28.53%	37.48%	49%	44%	40%	39%	40%
农业银行	364	434	436	530	534	558	581	4.21%	7.44%	9%	12%	10%	10%	11%
中国银行	627	692	907	1096	1024	1151	1018	13.91%	14.46%	16%	20%	18%	19%	18%
邮储银行	2002	2364	4412	5441	6166	6035	6216	47.32%	56.38%	59%	66%	71%	71%	70%
交通银行	2748	2521	3052	3184	2135	2110	1809	52.90%	52.24%	48%	48%	30%	32%	28%
国有行	12852	10426	12580	13904	13371	13705	13692	32%	31%	35%	36%	34%	34%	34%
招商银行	1088	1368	1628	1778	2005	1934	2423	22.72%	28%	47%	42%	47%	40%	46%
兴业银行	4747	5509	5929	6256	6310	6023	5962	63.63%	67%	65%	64%	63%	63%	62%
浦发银行	3528	4286	3987	4518	4449	3622	4346	70.90%	78%	76%	74%	63%	49%	56%
中信银行	2037	2868	3974	4380	4320	4581	4212	67.09%	71%	80%	78%	77%	72%	69%
民生银行	1856	1907	1910	2687	2355	2022	1316	33.75%	59%	64%	70%	61%	52%	41%
光大银行	2200	2129	2535	2228	2140	2978	2966	69.18%	70%	66%	57%	53%	61%	69%
平安银行	994	994	1179	1409	1842	1521	1652	37.45%	32%	30%	39%	41%	36%	37%
华夏银行	661	771	1288	1326	1478	1673	1948	53.28%	62%	55%	45%	41%	39%	62%
浙商银行	857	827	889	1065	1261	1223	1474	64.24%	64%	50%	60%	67%	41%	63%
股份行	17967	20660	23320	25647	26160	25577	26297	53%	60%	62%	61%	58%	53%	57%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.4、同业存单：供需双强，预期利率震荡平稳

供给端：存款流失压力+同业存单到期规模大，预期 6-7 月银行同业存单发行量维持高位。预期取消“手工补息”后，若对公活期存款流失，银行一般性存款难以短时间内上量，银行发行同业存单补充负债规模的诉求较强。此外 6-7 月每月均有 2 万亿以上同业存单到期，预期同业存单供给量较大。

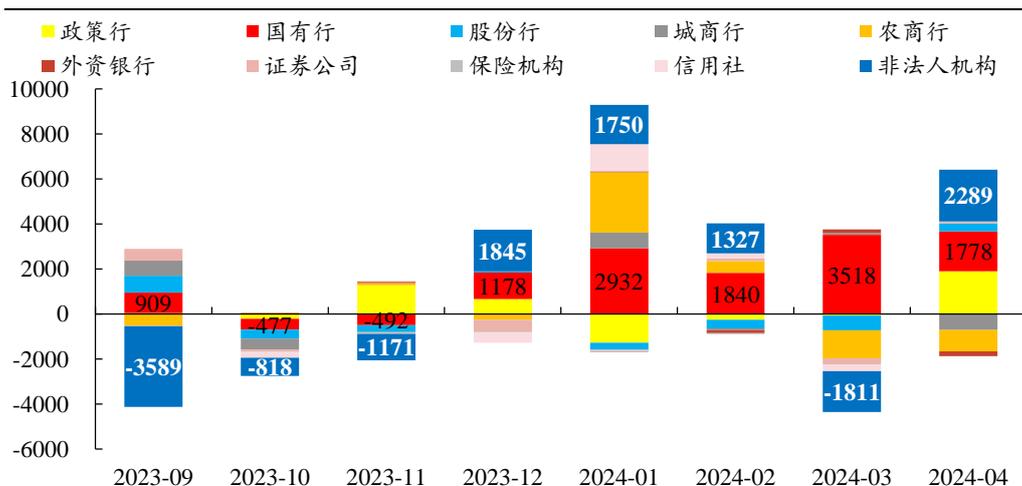
图40：2024年6-7月共有4.37万亿同业存单到期



数据来源：Wind、开源证券研究所

需求端：非银欠配压力大，同业存单需求力量强。4月理财和货基规模明显增长，4月非法人产品增持2289亿元同业存单。伴随取消“手工补息”的影响逐渐体现，预期资金延续从银行体系流至非银的态势，商业银行或卖出同业存单兑现流动性，尤其是国有行年初以来大幅增配，后续在存款流失、利率债供给双重压力下或卖出同业存单，理财和基金在欠配压力大增配同业存单。

图41：2024年以来国有行持续加仓同业存单（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：单月增量）

4、投资建议

监管着力压降银行负债成本，利好息差企稳。在监管打击高息存款过程中，存款客户粘性强，存款稳定性更好的银行或受益，受益标的如邮储银行、招商银行、宁波银行等。

表9：受益标的估值表

代码	银行名称	PB		ROE (%)	总营收同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			EPS (元)			评级
		2024-06-05	2024E		2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601658.SH	邮储银行	0.6	0.6	10.85	2.25	1.58	4.74	1.23	-0.06	4.11	0.87	0.87	0.91	未评级
600036.SH	招商银行	0.9	0.8	16.22	-1.64	-0.01	4.18	6.22	3.59	5.41	5.81	6.02	6.34	未评级
002142.SZ	宁波银行	0.9	0.8	15.1	6.4	6.2	8.4	10.7	8.3	10.2	3.87	4.2	4.6	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：1、采用Wind一致预期；2、盈利预测及估值数据均基于2024-06-05收盘价）

5、风险提示

宏观经济增速不及预期：若经济增速不及预期，银行信贷投放价格难以企稳回升，叠加存款成本刚性，银行净息差仍承压。

银行存款流失超预期：若打击高息存款使得银行存款出现超预期流失，银行资产端被动缩表，或被动折价卖出债券。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn