

深度专题：存款降息空间与影响

行业评级：看好

2023年6月13日

分析师 梁凤洁
邮箱 liangfengjie@stocke.com.cn
电话 021-80108037
证书编号 S1230520100001

研究助理 徐安妮

分析师 邱冠华
邮箱 qiuguanhua@stocke.com.cn
电话 021-80105900
证书编号 S1230520010003

研究助理 赵洋

1、利率政策的变化及利率期限结构？

- **近两年的利率政策变化：**①**定价机制市场化**，存款定价由基准上浮倍数转为加点，同时锚定10Y国债和1Y LPR定价；②**监管引导降利率**：2023年4月，利率自律机制新增对银行存款利率市场化定价情况的考核，引导银行加强存款利率市场化调整机制的执行力度。22年9月和23年6月两次下调存款挂牌利率（22M9：活期-5bp，3Y -15bp，其他期限-10bp；23M6：活期-5bp，2Y -10bp，3Y&5Y -15bp），2023年5月降通知与协定存款利率上限（国有行：-30bp、其他银行：-45bp），以及降低保险预定利率（-50bp）。
- **当前广谱利率期限结构：**呈两头低、中间高的凸型曲线，居民各期限可获取最优产品及利率分别为**活期理财**（1.74%），**5Y以内的银行存款**（1Y 2.15%、2Y 2.65%、3Y 3.25%、5Y 3.20%），**10Y以上的保险**（10Y 1.82%，20Y 2.44%，30Y 2.63%）。本轮广谱利率调整，长期限产品利率下降更加明显，推测为引导资金期限短期化。

2、近期存款调降对息差有多大影响？

存款成本变化有望带动23Q4息差较23Q1改善约6.2bp，其中存款利率调整提振息差约6.9bp，存款定期化拖累息差约0.8bp。

（1）**存款利率降息：**假设存款结构不变，①**协定存款：**利率上限调整有望提振上市银行单季息差3.4bp（下同）。其中，2023年体现1.8bp（2023Q4较2023Q1改善幅度，下同），2024年体现1.7bp（2024Q4较2023Q4改善幅度，下同）；②**通知存款：**利率上限调整有望提振上市银行2023年息差1bp；③**活期存款：**挂牌利率调整有望提振上市银行2023年息差1.3bp；④**定期存款：**2022年9月的挂牌利率调整有望继续支撑息差改善2.5bp，2023年、2024年分别为1.7bp、0.8bp；2023年6月的挂牌利率调整将支撑上市银行息差改善2.8bp，2023年、2024年分别为1.1bp、1.7bp。但需注意的是，存款利率具有粘性，银行实际执行利率下调幅度可能低于预期，以及中小银行跟随下调的动作可能比预期要慢，因此定存对息差的影响测算结果可能偏乐观。（2）**定期化的影响：**从上市银行和行业数据来看，存款定期化趋势延续，假设定存占比变化幅度参照去年同期，存款成本不变，测算存款定期化对息差的拖累，2023年、2024年分别为0.8bp、3.8bp。

3、未来存款进一步降息空间有多大？

- **存款降息空间及对息差的影响展望：**①**降息空间：**基于商业银行定期存款利率与同期限国债、国开债收益率的利差水平判断，1Y及以内期限各档期限存款利率调降空间已不大，中性情况下，2Y定期存款还有约5bp降息空间，3Y有约35bp降息空间，5Y有约20bp降息空间。②**息差影响：**保守假设下，上市银行息差水平可提高3.1bp；中性假设下，可提高6.5bp；积极假设下，可提高9.9bp。
- **本轮存款降息可对冲LPR调降影响：**考虑6月逆回购利率下调及当前宏观环境，预计6月1Y LPR调降5bp，5Y LPR调降15bp。结合前文存款定期化讨论，不考虑银行债券投资、主动负债方面的变化，预计存贷款政策调整对2023年息差支撑作用为3.2bp，对2024年拖累作用2.8bp。
- **存贷利率跟随式调整或将成为常态：**①**净息差：**23Q1银行业净息差1.74%，首次低于监管合意的1.8%。②**ROE：**根据22A及23Q1银行业资产实际增速测算，当前ROE远低于资本内生所要求的水平。据此判断：存贷利率的跟随式调整未来将成为常态。

4、投资观点：继续看好以国有行为代表的中特估银行。

- **资金面角度：**无风险利率下行，推动高股息类债股的银行股估值回升。其中国有大行相当于金融行业中的基础设施，永续经营能力最强。
- **基本面角度：**①**银行息差斜率的拐点已至**，让利进入新均衡阶段，降息有利于经济增长和风险化解。②**国有银行市场占有率提升趋势形成。**

5、风险提示：存款降息幅度不及预期，存款定期化超预期，行业数据测算偏差风险。

目录

C O N T E N T S

01

存款政策变化回顾

回顾存款政策变化：利率调降，自律机制收紧
广谱利率期限结构：两头低中间高的凸型曲线

02

存款降息影响测算

重定价影响：活期 | 定期
定期化影响

03

未来降息空间展望

存款降息：空间展望 | 影响幅度
LPR降息：跟随式对称性降息

04

银行板块投资建议

投资建议

01

存款政策 变化回顾

2021年以来，监管机构对存款利率定价机制进行改革，并多次引导广谱利率（含存款、保险等）下行。

- **存款利率定价机制改革：**2021年6月和2022年4月，人民银行先后指导市场利率定价自律机制成员将**存款利率上限形成方式由基准利率浮动倍数调整为加点，并形成锚定10年期国债收益率和1年期LPR利率的存款定价机制，存款利率市场化进程加快。**
- **监管引导广谱利率下降：**2022年9月至今，银行活期、定期存款利率已进行两轮下调，通知&协定存款利率进行了一轮下调，保险预定利率也进行了一轮下调。

优化存款利率自律上限形成方式：人民银行指导市场利率定价自律机制，将存款利率上限形成方式由存款基准利率浮动倍数形成改为加点确定。

存贷利率传导机制：推动自律机制成员银行参考以10Y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。

存款挂牌利率调降：国有商业银行主动下调了存款利率，调整幅度为活期-5bp，3Y定期-15bp，其他期限-10bp，带动其他银行跟随调整，其中很多银行是自2015年10月以来首次调整存款挂牌利率。

通知&协定存款利率调降：利率定价自律机制调降通知&协定存款利率上限，国有行加点不超过10bp，调降30bp；其他银行加点不超过20bp，调降45bp。

保险预定利率下调：监管部门陆续召集保险公司进行窗口指导，要求寿险公司控制利差损，调整新开发产品的预定利率从3.5%降到3.0%。

存款挂牌利率调降：国有商业银行再次主动下调存款利率，并带动其他银行跟随调整：调整幅度为活期-5bp，2Y定期-10bp，3Y&5Y定期-15bp。



数据来源：wind，中国人民银行，浙商证券研究所整理。

2023年4月，利率自律机制新增对银行存款利率市场化定价情况的考核，引导银行加强存款利率市场化调整机制的执行力度。

- **原考核机制以激励为主：**2022年4月，利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考10Y国债利率、1Y LPR利率合理调整存款利率水平，**对于调整及时高效的金融机构，人行给予适度激励。但实际执行效果一般，在激励为主的政策导向下，部分中小银行并未主动调整存款利率水平，存款无序竞争乱象仍然存在。**
- **新机制引入定价扣分项：**要求银行各关键期限定期存款和大额存单利率（1、2、3、5年）季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，**每个期限扣5分，最多扣20分。**定价行为总分100分，除扣分项外，主要考核银行是否存在不当竞争行为，以及存款成本较行业平均的偏离情况。
- **考核结果影响融资能力：**评估一季一评，结果同时运用于当季度MPA和下一次合格审慎评估（一年一评）。**如一年中两个季度定价行为不合格，或平均分低于60分，则下一年不能被选为利率自律机制成员，失去发行同业存单、大额存单等金融产品的权利；单季度“定价行为”得分低于60分的，下一季度定价行为评估结果反馈之前不得新增同业存单及大额存单发行余额。存款定价行为与融资难度直接挂钩，银行争取达标以避免被扣分的意愿加强。**

定价行为

| 竞争行为 | 各项存款付息率偏离度 | 存款利率市场化定价情况 |
|------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|
| <p>参评机构评估得分=100分-累计所扣分数。</p> <p>累计所扣分数为=评估期内金融机构在利率定价过程中，因存在各类不当竞争行为所扣的分数总和。最高扣100分。</p> | <p>按照参评机构的各项存款付息率偏离度从小到大进行排序，并计算所有金融机构各项存款付息率偏离度的标准差。</p> <p>各项存款付息率偏离度小于或等于0，100分； 各项存款付息率偏离度大于0，且不高于2个标准差60分（含）至100分； 各项存款付息率偏离度高于2个标准差，0分。</p> | <p>1年、2年、3年、5年期定期存款和大额存单加权平均利率降幅低于合意调整幅度的，每个期限扣5分。</p> <p>各期限加分累加计算，最多扣20分。</p> |

政策调整前后银行实际执行的最高利率一览：

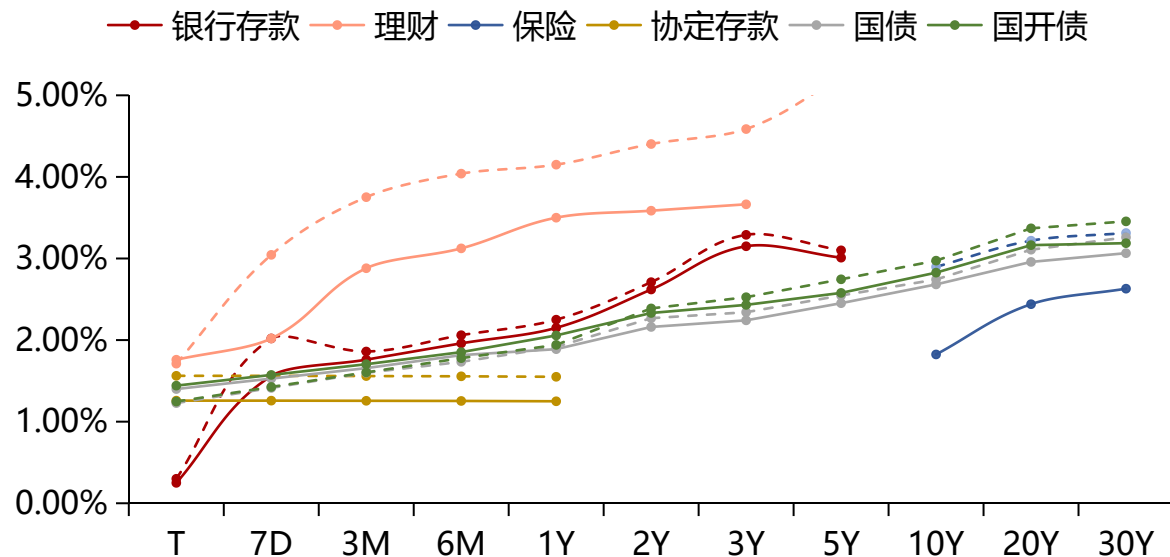
| | 活期 | 协定存款 | 通知1D | 通知7D | 定期3M | 定期6M | 定期1Y | 定期2Y | 定期3Y | 定期5Y |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 最新利率 | | | | | | | | | | |
| 国有行 | 0.20% | 1.25% | 0.90% | 1.45% | 1.50% | 1.70% | 1.90% | 2.30% | 2.85% | 2.90% |
| 股份制 | 0.20% | 1.35% | 1.00% | 1.55% | 1.75% | 1.95% | 2.15% | 2.65% | 3.25% | 3.20% |
| 此前利率 | | | | | | | | | | |
| 国有行 | 0.30% | 1.55% | 1.20% | 1.75% | 1.60% | 1.80% | 2.00% | 2.50% | 3.15% | 3.15% |
| 股份制 | 0.30% | 1.80% | 1.45% | 2.00% | 1.85% | 2.05% | 2.25% | 2.75% | 3.40% | 3.30% |
| 利率变化 | | | | | | | | | | |
| 国有行 | -10bp | -30bp | -30bp | -30bp | -10bp | -10bp | -10bp | -20bp | -30bp | -25bp |
| 股份制 | -10bp | -45bp | -45bp | -45bp | -10bp | -10bp | -10bp | -10bp | -15bp | -10bp |

数据来源：wind，银行App，浙商证券研究所。备注：1.最新利率为6月12日各类银行执行的最高利率，此前利率为2022年9月存款降息前的最高利率。23年4月通知&协定存款的利率调整属于加点上限下调，国有行和股份行同步下调挂牌利率与实际执行的最高利率；22年9月和23年6月的存款利率调整属于商业银行自发挂牌利率下调，22年9月国有行和股份行同步下调挂牌利率与实际执行的最高利率，23年6月国有行同步下调挂牌利率与实际执行的最高利率，股份行下调挂牌利率，后续仍有调整实际执行利率的空间。

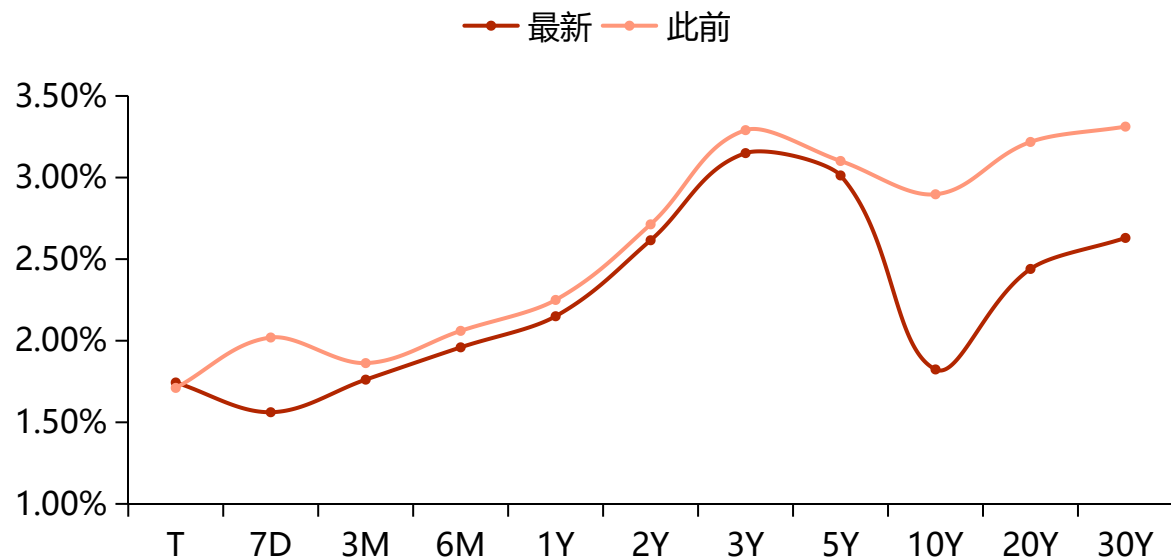
居民广谱利率曲线呈现两头低、中间高的凸型曲线，后续定期存款利率有望进一步下调。以居民普遍可获取的多类金融产品考察广谱利率期限结构，分别是：①**活期/类活期产品**，流动性好、收益率低，代表为银行活期存款（利率0.20%），7天通知存款（1.55%），活期理财（1.74%）；②**储蓄型产品**，流动性差、收益率略高，按照期限不同分为1Y定存（2.15%，注7）、2Y定存（2.65%）、3Y定存（3.25%）、5Y定存（3.20%）、10Y保险（1.82%）、20Y保险（2.44%）、30Y保险（实际2.63%，预定利率3.00%）；而同期限的国开债收益率分别是2.06%、2.33%、2.43%、2.58%、2.83%、3.16%、3.19%。

本轮广谱利率调整，中长期产品利率下压更加明显，推测是为了引导资金期限短期化。根据国有行22年9月和23年6月两轮利率调整前后的对比，活期与定期第一年利率仅调降10bp，第二、三、四、五年隐含真实利率分别调降30bp、50bp、17bp、17bp。

常见投资品广谱利率分布图



居民各期限最优利率曲线



数据来源：wind，银行App，慧择保险，浙商证券研究所。备注：1.实线代表利率调整后，虚线代表一年前利率；2.存款、理财调整为复利口径；3.存款按股份行可获取的最高利率；4.理财产品定价取自典型产品的业绩基准数据；5.保险利率= $\sqrt[n-1]{\text{第}n\text{年末现金价值}/\text{第}1\text{年末现金价值}} - 1$ ，预定利率调降至3.0%的新产品收益率结构按现有结构测算。6.居民最优资产配置策略为活期取活期理财，5Y（含）以内配置银行定期存款，10Y（含）以上配置预定利率为3%的保险产品。7.取全国性银行中的最高利率产品。

02

存款降息 影响测算

预计存款成本变化有望带动23Q4息差较23Q1改善约6.2bp，其中存款利率调整提振息差约6.9bp，存款定期化拖累息差约0.8bp。

| 分类 | 举措 | 单季息差环比变化 (bp) | | | | | | | 单季息差影响测算 汇总 (bp) | |
|--------------|--------------------------------------------------------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------------|---------------|
| | | 23Q2E | 23Q3E | 23Q4E | 24Q1E | 24Q2E | 24Q3E | 24Q4E | 23Q4- 23Q1 | 24Q4- 23Q4 |
| 活期存款 | 23M5，协定存款利率上限下调，其中四大行下调30bp，其他银行下调45bp。 | 0.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 0.0 | 1.8 | 1.7 |
| | 23M6，活期存款挂牌利率下调5bp。 | 0.3 | 1.0 | - | - | - | - | - | 1.3 | 0.0 |
| 定期存款 | 22M9，银行3Y定期存款挂牌利率下调15bp，其他期限定期存款挂牌利率下调10bp。 | 0.7 | 0.7 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 1.7 | 0.8 |
| | 23M5，通知存款利率上限下调，其中四大行下调30bp，其他银行下调45bp。 | 0.5 | 0.5 | - | - | - | - | - | 1.0 | 0.0 |
| | 23M6，银行2年定期存款挂牌利率下调10bp，3Y及5Y定期下调15bp，其他期限定期存款挂牌利率未下调。 | 0.0 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 1.1 | 1.7 |
| | 存款重定价 存款降息影响汇总 | 1.7 | 3.4 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 0.6 | 0.3 | 6.9 | 4.1 |
| 定期化影响 | 不考虑存款成本变化，假设定存占比季度环比变化幅度参照去年同期 | -0.5 | -1.2 | 1.0 | -3.0 | -0.5 | -1.2 | 1.0 | -0.8 | -3.8 |
| 综合存款降息和定期化影响 | | 1.2 | 2.2 | 2.8 | -1.4 | 1.0 | -0.6 | 1.3 | 6.2 | 0.3 |

活期存款

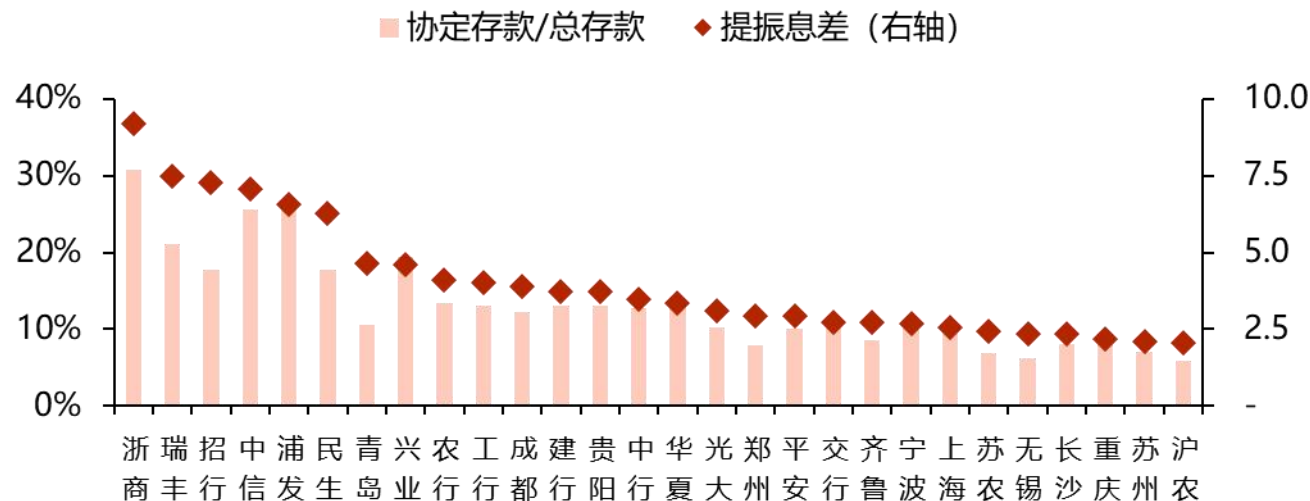
测算协定存款上限调降将提振上市行单季息差（下同）3.4bp，其中截至23Q4预计体现1.8bp，2024年预计再体现1.7bp。

- **政策回顾：**2023年5月15日，协定存款上限调降，四大行下调30bp、其他银行下调45bp。
- **规模测算：**测算上市行协定存款占存款的比例为11%，其中国有行、股份行、城商行、农商行分别为11%、19%、10%、7%。
- **到期期限：**协定存款将在1年内完成到期重定价，由于其合同期限一般为一年，因此协定存款对息差的影响将持续到24Q3季度。
- **息差影响：**假设存款结构不变，协定存款上限调降，合计可提振上市行息差3.4bp，其中股份行息差提振幅度最大，国有行、股份行、城商行、农商行息差有望提振3.2bp、5.6bp、2.7bp、2.1bp。从各季度改善幅度来看，协定存款对息差的提振主要体现在23Q3-24Q2季度，预计单季度息差平均提振幅度为0.8bp。

协定存款上限调降对单季度息差的提振作用

| 23Q2 23Q3 23Q4 24Q1 24Q2 24Q3 | | | | | | | 2023 | 2024 | 合计 |
|-------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|------|-----|
| 国有行 | 0.1 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 1.7 | 1.6 | 3.2 |
| 股份行 | 0.2 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.2 | 0.2 | 2.9 | 2.7 | 5.6 |
| 城商行 | 0.1 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.1 | 1.4 | 1.3 | 2.7 |
| 农商行 | 0.1 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.1 | 1.1 | 1.0 | 2.1 |
| 上市行 | 0.1 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.1 | 1.8 | 1.7 | 3.4 |

协定存款上限调降对各银行息差的提振作用



数据来源: wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注1: 样本银行为除了北京银行、江苏银行、杭州银行、西安银行、厦门银行、兰州银行、江阴银行、张家港行、紫金银行以外的33家A股上市银行(下同)。注2: 协定存款/对公活期=(对公活期利率-对公基本活期利率)/(协定存款利率-对公基本活期利率), 协定存款/全部存款=(协定存款/对公活期)×(对公活期/全部存款), 对公基本活期利率=银行挂牌利率+10bp, 协定存款利率取协定存款利率调整前上限。注3: 息差变化为测算值, 单位为bp。

预计活期挂牌利率调降将提振上市行息差1.3bp。

- 政策回顾：**2023年6月8日，国有大行活期存款挂牌利率下调5bp，协定存款不在此次调降范围之内。预计后续其他银行将跟进下调，根据中国证券报报道，6月12日起部分股份行也陆续跟进下调存款利率。
- 影响测算：**假设存款结构不变，活期存款立即重定价，有望提振上市行息差1.3bp。其中：①节奏来看，挂牌利率对息差的影响集中在2023Q2/Q3，预计提振23Q2、23Q3上市行息差0.3bp、1.0bp。②分类来看，国有行活期存款占比最高，最受益于活期存款成本调降。23Q3国有行、股份行、城商行、农商行单季度息差有望较23Q1提振1.6bp、0.8bp、0.8bp、1.0bp。

| | 工 行 | 中 行 | 农 行 | 建 行 | 邮 储 | 交 行 | 中 信 | 兴 业 | 华 夏 | 招 行 | 民 生 | 浦 发 | 平 安 | 光 大 | 浙 商 | 南 京 | 宁 波 | 贵 阳 | 上 海 | 成 都 | 郑 州 | 长 沙 | 青 岛 | 苏 州 | 重 庆 | 齐 鲁 | 无 锡 | 常 熟 | 苏 农 | 青 农 | 渝 农 | 瑞 丰 | 沪 农 | 国 有 行 | 股 份 行 | 城 商 行 | 农 商 行 | 上 市 行 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 普通活期占 总存款% | 35 | 33 | 35 | 36 | 30 | 26 | 19 | 18 | 21 | 45 | 15 | 17 | 25 | 18 | 10 | 17 | 25 | 23 | 26 | 28 | 28 | 36 | 25 | 28 | 13 | 29 | 21 | 23 | 32 | 29 | 28 | 16 | 30 | 34 | 24 | 25 | 28 | 31 |
| 息差变化： 23Q2-23Q1 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| 息差变化： 23Q3-23Q2 | 1.4 | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 1.0 | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 1.6 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.9 | 0.9 | 0.7 | 0.3 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.9 | 0.7 | 0.7 | 0.5 | 0.9 | 1.2 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 1.0 |
| 影响合计 | 1.8 | 1.5 | 1.8 | 1.7 | 1.4 | 1.1 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 2.1 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | 0.6 | 0.3 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 0.4 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.6 | 1.2 | 1.6 | 0.8 | 0.8 | 1.0 | 1.3 |

数据来源：wind，公司公告，中国证券报，浙商证券研究所。注1：表中普通活期占比单位为%，息差变化为测算值，单位为bp，颜色越红说明普通活期占比越高及息差改善幅度越大。注2：普通活期存款扣除协定存款，协定存款规模参照前文测算结果。注3：活期存款立即进行重定价，息差改善幅度=活期存款下调幅度×（按调整后利率计息天数/单季度天数）×普通活期/存款余额×（存款余额/付息负债余额）×（付息负债余额/生息资产余额）。

通知存款利率上限下调，预计将提振上市行息差1bp。

- **政策回顾：**2023年5月15日，通知存款利率上限下调，四大行下调30bp、其他银行下调45bp。
- **规模测算：**测算上市行通知存款占存款的比例为2.8%，其中国有行、股份行、城商行、农商行分别为2.8%、4.7%、2.5%、1.6%。
- **影响测算：**假设存款结构不变，通知存款立即重定价，有望提振上市银行息差1bp。其中：①节奏来看，通知存款上限下调对息差的影响集中在2023Q2/Q3，预计提振23Q2、23Q3上市行息差为0.5bp、0.5bp。②分类来看，股份行通知存款占比最高，最受益于通知存款利率上限调降。23Q3国有行、股份行、城商行、农商行单季度息差有望较23Q1提振0.8bp、1.4bp、0.7bp、0.5bp。

| 银行 | 工行 | 中行 | 农行 | 建行 | 邮储 | 交行 | 中信 | 兴业 | 华夏 | 招行 | 民生 | 浦发 | 平安 | 光大 | 浙商 | 南京 | 宁波 | 贵阳 | 上海 | 成都 | 郑州 | 长沙 | 青岛 | 苏州 | 重庆 | 齐鲁 | 无锡 | 常熟 | 苏农 | 青农 | 渝农 | 瑞丰 | 沪农 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市行 |
|----------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 通知存款占总存款 | 3.3 | 3.2 | 3.4 | 3.3 | 0.6 | 2.7 | 6.4 | 4.9 | 3.4 | 4.4 | 4.4 | 6.4 | 2.5 | 2.5 | 7.7 | 1.7 | 2.6 | 3.3 | 2.5 | 3.0 | 2.0 | 2.0 | 2.6 | 1.8 | 2.2 | 2.1 | 1.6 | 0.7 | 1.7 | 1.0 | 0.7 | 5.3 | 1.5 | 2.8 | 4.7 | 2.5 | 1.6 | 2.8 |
| 息差变化：23Q2-23Q1 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.9 | 0.6 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 1.2 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.5 |
| 息差变化：23Q3-23Q2 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.9 | 0.6 | 0.4 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 0.4 | 0.4 | 1.1 | 0.2 | 0.3 | 0.5 | 0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.5 |
| 息差变化：23Q3-23Q1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.2 | 0.7 | 1.8 | 1.2 | 0.8 | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 0.7 | 0.8 | 2.3 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 0.6 | 1.0 | 0.7 | 0.6 | 1.2 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | 0.6 | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 1.9 | 0.5 | 0.8 | 1.4 | 0.7 | 0.5 | 1.0 |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注1：表中通知存款占比总存款比例单位为%，息差变化为测算值，息差环比变化单位为bp，颜色越红说明通知存款占比越高及息差改善幅度越大。注2：假设通知存款/存款余额=协定存款/存款余额×25%，协定存款占比参照前文测算。注3：息差改善幅度=通知存款上限调降幅度×（按调整后利率计息天数/单季度天数）×通知存款/存款余额×（存款余额/付息负债余额）×（付息负债余额/生息资产余额）。

2022年定存挂牌利率下调将持续助力上市行负债成本改善，2023年预计继续体现1.7bp，2024年预计体现0.8bp。

- **政策回顾：**2022年9月15日，国有大行下调定期存款挂牌利率，其中3Y定期下调15bp，其他期限下调10bp，包括3M、6M、1Y、2Y、5Y挂牌利率。后续各类银行跟进下调各期限存款挂牌利率。
- **影响测算：假设存款结构不变，定存利率调降可继续助力上市行24Q4息差较23Q1改善2.5bp。其中：**①节奏来看，假设每年到期的结构不变，测算上市行23Q4单季度息差较23Q1改善1.7bp，24Q4单季度息差较23Q4改善0.8bp。②分类来看，综合考虑存款期限结构，国有行、股份行、城商行、农商行24Q4较23Q1息差提振空间分别为2.8bp、1.9bp、2.3bp、2.7bp。

| 银行 | 工行 | 中行 | 农行 | 建行 | 邮储 | 交行 | 中信 | 兴业 | 华夏 | 招行 | 民生 | 浦发 | 平安 | 光大 | 浙商 | 南京 | 宁波 | 贵阳 | 上海 | 成都 | 郑州 | 长沙 | 青岛 | 苏州 | 重庆 | 齐鲁 | 无锡 | 常熟 | 苏农 | 青农 | 渝农 | 瑞丰 | 沪农 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市行 |
|----------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 涉及调降定存占存款 | 50 | 54 | 52 | 52 | 67 | 65 | 49 | 58 | 63 | 33 | 63 | 51 | 62 | 70 | 52 | 75 | 62 | 62 | 62 | 58 | 63 | 55 | 63 | 64 | 77 | 63 | 71 | 74 | 60 | 67 | 69 | 58 | 63 | 55 | 53 | 64 | 66 | 55 |
| 息差变化：23Q4-23Q1 | 2.0 | 1.7 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 1.8 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 1.4 | 1.7 | 1.3 | 1.6 | 1.3 | 1.6 | 1.8 | 1.4 | 2.5 | 1.6 | 1.8 | 1.8 | 2.5 | 2.1 | 2.0 | 1.7 | 1.6 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 1.3 | 1.5 | 1.8 | 1.7 |
| 息差变化：24Q4-23Q4 | 1.0 | 0.7 | 1.0 | 0.9 | 0.4 | 0.8 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.9 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 1.4 | 0.9 | 1.1 | 1.0 | 1.6 | 1.0 | 1.3 | 0.9 | 0.7 | 0.9 | 1.0 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.9 | 0.8 |
| 息差变化：24Q4-23Q1 | 3.0 | 2.4 | 3.1 | 2.8 | 2.2 | 2.7 | 1.5 | 1.8 | 1.6 | 1.8 | 2.5 | 1.5 | 2.1 | 2.5 | 2.0 | 2.4 | 1.9 | 2.4 | 1.9 | 2.4 | 2.5 | 2.2 | 3.9 | 2.5 | 2.8 | 2.7 | 4.1 | 3.1 | 3.3 | 2.6 | 2.3 | 2.8 | 2.8 | 2.8 | 1.9 | 2.3 | 2.7 | 2.5 |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注1：表中涉及调降定存占比单位为%，息差变化为测算值，息差环比变化单位为bp，颜色越红说明存款占比越高及息差改善幅度越大。注2：国有行于2022年9月15日起调降存款挂牌利率，大中型上市行在9月份跟进下调存款挂牌利率，2023年部分中小行跟进调整存款挂牌利率的影响此处不单独进行测算。注3：上市行各期限存款占比基本稳定，假设每年到期的定期存款中，长期限存款占定存的比例=期末长期限存款占定存的比例（取上市行流动性风险表数据），测算各期限存款占比。

定期存款挂牌利率下调，预计助力上市行23Q4单季息差较23Q1提升1.1bp，24Q4较23Q4提升1.7bp。

- **政策回顾：**2023年6月8日，国有大行下调长期限定期存款挂牌利率，其中2Y、3Y、5Y定期存款利率分别下调10bp、15bp、15bp，3M、6M、1Y存款挂牌利率不变。预计后续其他银行将跟进下调。
- **影响测算：假设存款结构不变，长期限定存利率调降助力上市行24Q4息差较23Q1改善2.8bp。其中：**①节奏来看，假设每年到期的结构不变，测算上市行23Q4单季息差较23Q1改善1.1bp，24Q4单季度息差较23Q4改善1.7bp。②分类来看，长期限定存利率调降，有助于国有行、股份行、城商行、农商行24Q4息差较23Q1分别改善3.1bp、2.1bp、2.6bp、3.1bp，其中国有行、农商行一年定存占存款比重及存款占计息负债的比重较高，更受益于长期限存款调降。

| 银行 | 工行 | 中行 | 农行 | 建行 | 邮储 | 交行 | 中信 | 兴业 | 华夏 | 招行 | 民生 | 浦发 | 平安 | 光大 | 浙商银行 | 南京 | 宁波 | 贵阳 | 上海 | 成都 | 郑州 | 长沙 | 青岛 | 苏州 | 重庆 | 齐鲁 | 无锡 | 常熟 | 苏农 | 青农 | 渝农 | 瑞丰 | 沪农 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市行 |
|--------------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 1Y以上定存占存款 | 35 | 28 | 36 | 36 | 20 | 35 | 27 | 41 | 32 | 24 | 36 | 30 | 38 | 43 | 36 | 45 | 41 | 47 | 38 | 41 | 33 | 42 | 48 | 46 | 62 | 47 | 60 | 47 | 51 | 47 | 42 | 42 | 44 | 33 | 33 | 43 | 45 | 34 |
| 息差变化： 23Q4-23Q1 | 1.3 | 1.0 | 1.4 | 1.3 | 0.7 | 1.2 | 0.6 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 1.1 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 1.1 | 0.8 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.7 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.8 | 1.4 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | 1.2 | 1.3 | 1.2 | 0.8 | 1.0 | 1.2 | 1.1 |
| 息差变化： 24Q4-23Q4 | 2.1 | 1.5 | 2.1 | 2.0 | 1.1 | 1.8 | 1.0 | 1.3 | 1.0 | 1.3 | 1.7 | 1.0 | 1.4 | 1.7 | 1.4 | 1.6 | 1.3 | 1.7 | 1.3 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 2.7 | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 2.8 | 2.1 | 2.3 | 1.8 | 1.5 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 1.3 | 1.6 | 1.9 | 1.7 |
| 息差变化： 24Q4-23Q1 | 3.4 | 2.5 | 3.5 | 3.2 | 1.9 | 2.9 | 1.6 | 2.1 | 1.7 | 2.1 | 2.7 | 1.7 | 2.4 | 2.8 | 2.3 | 2.6 | 2.2 | 2.8 | 2.1 | 2.7 | 2.7 | 2.6 | 4.4 | 2.8 | 3.2 | 3.1 | 4.6 | 3.4 | 3.7 | 3.0 | 2.5 | 3.2 | 3.2 | 3.1 | 2.1 | 2.6 | 3.1 | 2.8 |

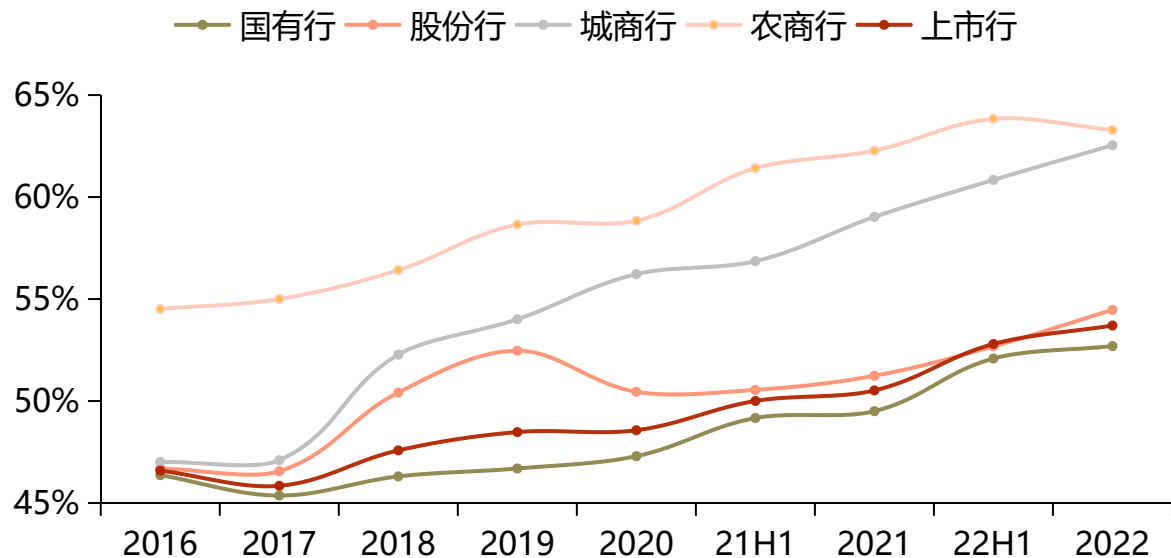
数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注1：表中1年以上存款占比单位为%，息差变化为测算值，息差环比变化单位为bp，颜色越红说明存款占比越高及息差改善幅度越大。注2：上市行各期限存款占比基本稳定，假设每年到期的定期存款中，长期限存款占定存的比例与期末的结构一致，测算各期限存款占比。注3：测算影响时，假设其他银行挂牌利率下调幅度参考国有行，生效日期统一按6月8日计算。但需要注意的是中小银行跟随下调的动作可能比预期当中要慢，本轮测算的结果可能偏乐观。

存款定期化

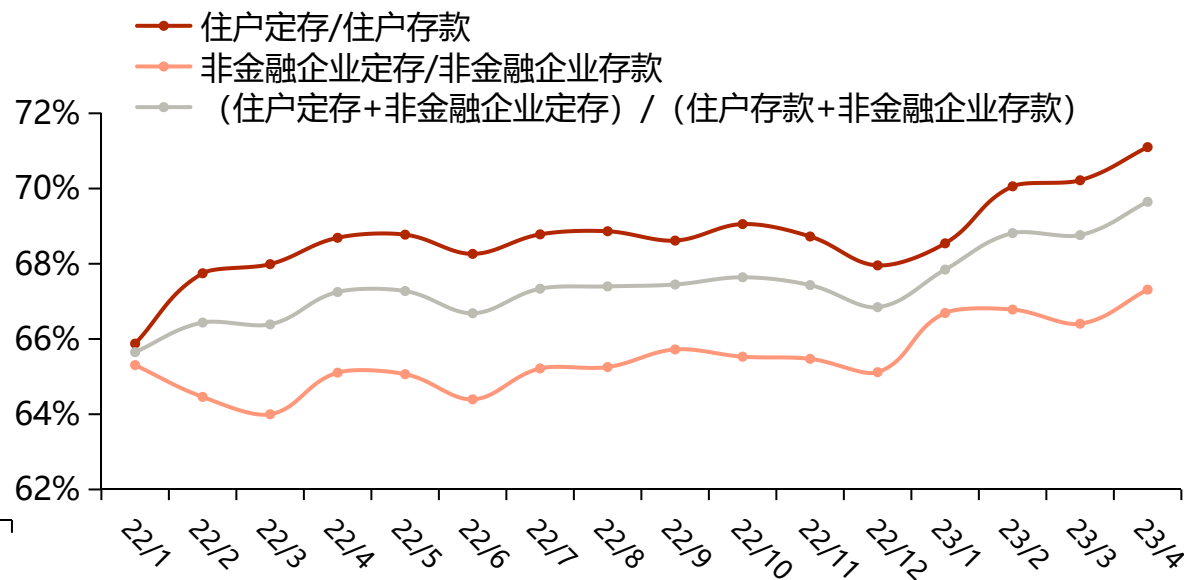
银行存款定期化趋势延续，参考上年同期定存变动幅度，预计定期化拖累息差在2023年继续体现0.8bp，2024年体现3.8bp。

(1) 存款定期化趋势延续：2017年以来，上市行定期存款占比持续上行，2022年末定期存款占总存款比例为54%，较2017年末上升8pc。从行业数据来看，2023年以来银行存款定期化趋势延续，住户定存和非金融企业定存占比均呈上升趋势，23M4末住户定存占住户存款较22Q4末+3.1pc至71%，非金融企业定存占非金融企业存款较22Q4末+2.2pc至67%。

2017年以来上市行定期存款占比持续上升



2023年以来住户和非金融企业定存占比呈上升趋势



资料来源：wind，公司财报，浙商证券研究所。注：左图为上市行财报披露口径，右图取自金融机构本外币境内存款情况。

银行存款定期化趋势延续，参考上年同期定存变动幅度，预计定期化拖累息差在2023年继续体现0.8bp，2024年体现3.8bp。

(2) 定期化对息差的拖累作用：定存占比每上升1pc，预计拖累上市行单季息差1.6bp。各类来看，定期存款成本与非定期存款成本利差越大，受存款定期化的拖累越大。定存占比每上升1pc，将拖累国有行、股份行、城商行、农商行单季度息差分别为2.0bp、1.1bp、1.4bp、1.6bp，其中国有行受定期化的拖累最大。

| 银行 | 工行 | 中行 | 农行 | 建行 | 邮储 | 交行 | 中信 | 兴业 | 华夏 | 招行 | 民生 | 浦发 | 平安 | 光大 | 浙商 | 南京 | 宁波 | 贵阳 | 上海 | 成都 | 郑州 | 长沙 | 青岛 | 苏州 | 重庆 | 齐鲁 | 无锡 | 常熟 | 苏农 | 青农 | 渝农 | 瑞丰 | 沪农 | 国有行 | 股份行 | 城商行 | 农商行 | 上市行 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 定存占总存款 | 51 | 49 | 49 | 49 | 68 | 63 | 55 | 55 | 53 | 37 | 67 | 57 | 64 | 61 | 59 | 72 | 59 | 61 | 64 | 57 | 53 | 53 | 64 | 59 | 74 | 62 | 68 | 64 | 54 | 67 | 69 | 61 | 58 | 53 | 54 | 63 | 63 | 54 |
| 定存成本-非定存成本 | 2.1 | 2.4 | 2.0 | 2.2 | 1.8 | 2.2 | 1.6 | 1.9 | 1.4 | 1.9 | 1.9 | 1.6 | 2.1 | 1.5 | 1.3 | 2.1 | 1.6 | 2.2 | 2.1 | 2.2 | 2.6 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.7 | 2.1 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.4 | 2.0 | 1.6 | 2.1 | 2.1 | 1.6 | 2.3 | 2.3 | 1.9 |
| 单季度息差变动幅度 | -2.1 | -2.2 | -2.1 | -2.1 | -1.6 | -1.8 | -1.0 | -1.0 | -0.7 | -1.7 | -1.5 | -0.9 | -1.3 | -1.0 | -0.8 | -1.3 | -0.9 | -1.4 | -1.2 | -1.6 | -2.2 | -1.6 | -2.5 | -1.6 | -1.5 | -1.5 | -1.9 | -1.8 | -1.8 | -1.6 | -1.2 | -1.3 | -1.6 | -2.0 | -1.1 | -1.4 | -1.6 | -1.6 |

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。注1：表中息差变化为测算值，息差变化单位为bp，颜色越红说明定期存款占比越高、定存成本较非定存成本利差越大，息差拖累幅度越大。注2：净息差影响= -（期末定存占比-期初定存占比）×（定存成本率-非定存成本率）×（存款÷计息负债）×（计息负债÷生息资产）。注3：定存成本率、非定存成本率取自上市行2022年数据，未考虑存款成本下降。注4：实际上，各家银行定期化幅度存在差异，我们判断非存款AUM占比较高的银行可能面临的存款定期化压力较大，主要基于当前居民风险偏好较低，客户配置银行理财、基金的资金可能会流向定期存款。

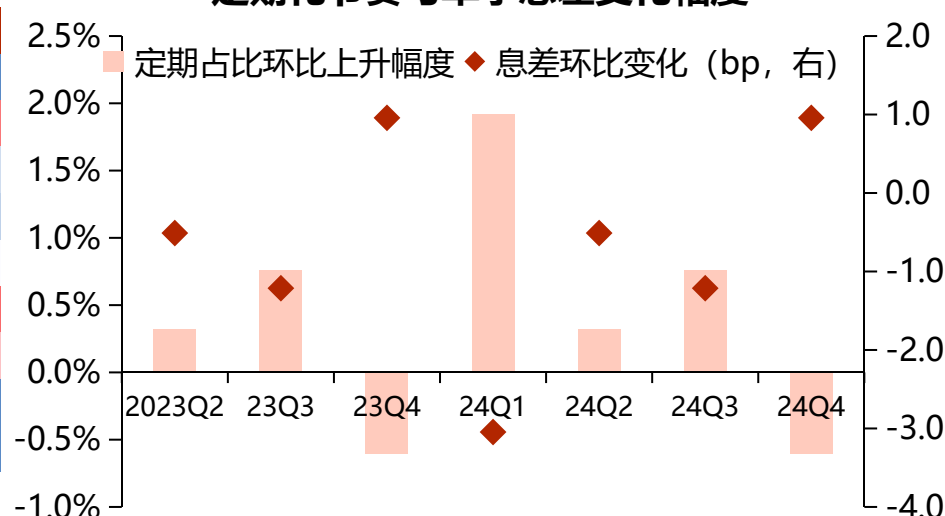
银行存款定期化趋势延续，参考上年同期定存变动幅度，预计定期化拖累息差在2023年继续体现0.8bp，2024年体现3.8bp。

(3) 定期化节奏及累计影响：回顾来看，2021年以来存款定期化幅度均高于历史平均；季度间节奏来看，Q1存款定期化环比上升幅度最大，后续季度定存占比环比波动。假设定存占比季度间环比上升幅度参考行业上一年情况，定期化预计将使上市行23Q4息差较23Q1下降0.8bp，24Q4息差较23Q4下降3.8bp。

行业定期存款占比月度环比变化幅度

| 年份 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|--------------|------|------|-------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| 2016 | 0.3% | 0.6% | -0.5% | 0.3% | -0.2% | -0.8% | 0.1% | -0.2% | 0.0% | -0.5% | -0.4% | -0.9% |
| 2017 | 0.7% | 0.3% | 0.0% | 0.1% | -0.2% | -0.4% | 0.0% | -0.1% | 0.3% | -0.3% | -0.2% | -0.5% |
| 2018 | 0.6% | 0.7% | 0.3% | 0.3% | 0.0% | -0.4% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | -0.3% | 0.0% | -0.7% |
| 2019 | 0.4% | 1.4% | 0.2% | 0.5% | -0.1% | -0.7% | 0.2% | 0.1% | 0.2% | -0.2% | -0.1% | -0.7% |
| 2020 | 1.3% | 0.0% | 0.4% | 1.1% | 0.0% | -0.7% | 0.5% | -0.1% | 0.1% | -0.3% | -0.2% | -0.6% |
| 2021 | 0.9% | 0.9% | -0.2% | 0.9% | -0.2% | -0.6% | 0.6% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | -0.3% | -0.5% |
| 2022 | 0.9% | 0.8% | 0.0% | 0.9% | 0.0% | -0.6% | 0.7% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | -0.2% | -0.6% |
| 2023 | 1.0% | 1.0% | -0.1% | 0.9% | 0.0% | -0.6% | 0.7% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | -0.2% | -0.6% |
| 2024 | 1.0% | 1.0% | -0.1% | 0.9% | 0.0% | -0.6% | 0.7% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | -0.2% | -0.6% |
| 2016-2022年平均 | 0.7% | 0.7% | 0.0% | 0.6% | -0.1% | -0.6% | 0.3% | 0.0% | 0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.7% |

定期化节奏与单季息差变化幅度



数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。左图取自金融机构本外币境内存款情况，定存占比=（居民定存+非金融企业定存）/（居民存款+非金融企业存款），斜杠代表环比上升幅度为假设值。

03

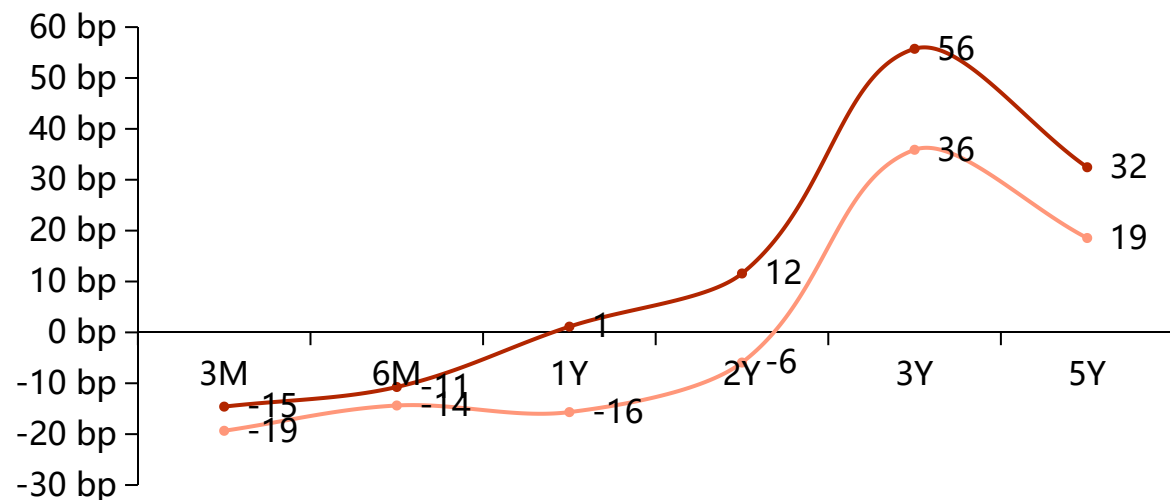
未来降息 空间展望

中性情况，2Y定期存款还有约5bp降息空间，3Y有约35bp降息空间，5Y有约20bp降息空间。

- **降息空间：**基于定存利率与同期限国债收益率的利差水平，1Y及以内期限存款利率调降空间已不大，2Y、3Y、5Y定存分别有约10/50/30bp下降空间；与同期限国开债收益率比较，则2Y定存利率下降空间不大，3Y和5Y定存分别有35/20bp下降空间。
- **息差影响：**保守假设下，存款利率调降可提高上市银行息差水平3.1bp；中性假设下，存款利率调降可提高上市银行息差水平6.5bp；积极假设下，存款利率调降可提高上市银行息差水平9.9bp。

中长期定期存款仍有一定降息空间

—●— 银行-国债利差 —●— 银行-国开债利差



| 单位: bp | 保守 | 中性 | 积极 |
|--------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 降息幅度 | 2Y降0bp 3Y降20bp 5Y降10bp | 2Y降5bp 3Y降35bp 5Y降20bp | 2Y降10bp 3Y降50bp 5Y降30bp |
| 国有行 | 3.2 | 6.7 | 10.3 |
| 股份行 | 2.7 | 5.6 | 8.6 |
| 城商行 | 3.7 | 7.6 | 11.5 |
| 农商行 | 3.9 | 7.9 | 11.9 |
| 上市行 | 3.1 | 6.5 | 9.9 |

数据来源：wind，银行App，浙商证券研究所。备注：1.银行存款定价取中国银行App上可获取的最高利率。2.国债收益率调整为单利模式与存款利率比较。

预计近期LPR将出现非对称性调降，2023年存款成本调整完全对冲LPR降息影响，上市行23Q4息差有望较23Q1提升3.2bp。

- **存款降息为LPR调降打开空间：**从近两年存贷利率调整节奏上看，自22年8月LPR利率下调后，存款利率已经历三轮调整，分别是22年9月全国性银行普遍调降了存款挂牌利率（23年4月其他银行跟进），23年5月调降通知和协定存款加点上限，以及本次国有行普遍调降存款挂牌利率。根据前文测算，我们预计近三轮存款利率调降，有助于上市行23Q4息差较23Q1提升6.9bp，24Q4息差较23Q4提升4.1bp。
- **近期LPR有望非对称性调降：**时间节奏来看，2023年6月13日，央行将7天期逆回购利率下调10bp，我们预计6月LPR将随之下调；幅度来看，考虑存款非对称调降以及当前宏观环境，我们预计1Y和5Y LPR分别下降5bp和15bp。
- **LPR、存款利率调降综合影响：**预计LPR调降将使得上市行23Q4单季息差较23Q1下降3bp，24Q4息差较23Q4下降3bp；在此基础上结合前文存款定期化的讨论，预计存贷款政策对2023年息差支撑作用为3.2bp，对2024年拖累作用2.8bp。

| 项目 | 单季息差环比变化 | | | | | | | 测算影响汇总 | |
|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|
| | 23Q2E | 23Q3E | 23Q4E | 24Q1E | 24Q2E | 24Q3E | 24Q4E | 23Q4-23Q1 | 24Q4-23Q4 |
| 存款降息的影响 | 1.7 | 3.4 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 0.6 | 0.3 | 6.9 | 4.1 |
| 定期化影响 | -0.5 | -1.2 | 1.0 | -3.0 | -0.5 | -1.2 | 1.0 | -0.8 | -3.8 |
| LPR调降的影响 | -0.7 | -1.9 | -0.4 | -2.6 | -0.5 | 0.0 | 0.0 | -3.0 | -3.1 |
| 影响汇总 | 0.5 | 0.3 | 2.4 | -4.0 | 0.5 | -0.6 | 1.3 | 3.2 | -2.8 |

数据来源：wind，中国人民银行，浙商证券研究所。注1：LPR调降的影响测算，包含之前LPR调降对贷款收益率的存续影响。注2：上述测算未考虑债券投资、同业投资、主动负债对银行息差的影响。

测算存款成本、LPR变化对息差影响汇总

| 银行 | 协定存款 | | 活期存款 | 通知存款 | 22M9定存 | | 23M6定存 | | 定期化 | | LPR | | 合计影响 | |
|-----|-------|-------|------|------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023E | 2024E | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 工行 | 2.1 | 1.9 | 1.8 | 1.0 | 2.0 | 1.0 | 1.3 | 2.1 | -1.0 | -5.1 | -3.9 | -4.4 | 3.3 | -4.6 |
| 中行 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 0.9 | 1.7 | 0.7 | 1.0 | 1.5 | -1.0 | -5.2 | -3.6 | -3.6 | 2.2 | -5.0 |
| 农行 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 1.0 | 2.1 | 1.0 | 1.4 | 2.1 | -1.0 | -4.9 | -3.6 | -3.9 | 3.7 | -3.8 |
| 建行 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 0.9 | 1.9 | 0.9 | 1.3 | 2.0 | -1.0 | -5.0 | -3.8 | -3.8 | 3.0 | -4.1 |
| 邮储 | 0.3 | 0.3 | 1.4 | 0.2 | 1.7 | 0.4 | 0.7 | 1.1 | -0.8 | -3.9 | -2.0 | -2.1 | 1.6 | -4.1 |
| 交行 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 0.7 | 1.9 | 0.8 | 1.2 | 1.8 | -0.9 | -4.4 | -3.4 | -4.1 | 2.0 | -4.7 |
| 中信 | 3.6 | 3.4 | 0.6 | 1.8 | 1.1 | 0.4 | 0.6 | 1.0 | -0.5 | -2.4 | -2.2 | -2.2 | 5.0 | 0.2 |
| 兴业 | 2.4 | 2.2 | 0.5 | 1.2 | 1.2 | 0.6 | 0.8 | 1.3 | -0.5 | -2.4 | -2.2 | -2.5 | 3.4 | -0.8 |
| 华夏 | 1.7 | 1.6 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 0.4 | 0.7 | 1.0 | -0.4 | -1.8 | -2.1 | -1.7 | 2.5 | -0.4 |
| 招行 | 3.8 | 3.5 | 2.1 | 1.8 | 1.2 | 0.6 | 0.8 | 1.3 | -0.8 | -4.1 | -2.4 | -2.4 | 6.4 | -1.1 |
| 民生 | 3.2 | 3.0 | 0.6 | 1.6 | 1.8 | 0.7 | 1.1 | 1.7 | -0.7 | -3.5 | -2.6 | -2.4 | 4.9 | -0.5 |
| 浦发 | 3.4 | 3.2 | 0.5 | 1.6 | 1.1 | 0.4 | 0.7 | 1.0 | -0.4 | -2.2 | -2.1 | -1.9 | 4.8 | 0.5 |
| 平安 | 1.5 | 1.4 | 0.8 | 0.7 | 1.5 | 0.6 | 0.9 | 1.4 | -0.6 | -3.2 | -1.9 | -2.0 | 2.9 | -1.7 |
| 光大 | 1.6 | 1.5 | 0.6 | 0.8 | 1.8 | 0.8 | 1.1 | 1.7 | -0.5 | -2.5 | -2.2 | -1.8 | 3.1 | -0.3 |
| 浙商 | 4.8 | 4.5 | 0.3 | 2.3 | 1.4 | 0.6 | 0.9 | 1.4 | -0.4 | -2.0 | -2.0 | -1.4 | 7.3 | 3.1 |
| 南京 | 1.0 | 0.9 | 0.5 | 0.5 | 1.7 | 0.7 | 1.0 | 1.6 | -0.6 | -3.1 | -1.6 | -1.2 | 2.5 | -1.1 |
| 宁波 | 1.4 | 1.3 | 0.7 | 0.7 | 1.3 | 0.6 | 0.9 | 1.3 | -0.4 | -2.2 | -1.3 | -0.9 | 3.2 | 0.2 |
| 贵阳 | 1.9 | 1.8 | 0.7 | 0.9 | 1.6 | 0.9 | 1.1 | 1.7 | -0.7 | -3.4 | -1.8 | -2.2 | 3.8 | -1.3 |
| 上海 | 1.3 | 1.2 | 0.7 | 0.6 | 1.3 | 0.6 | 0.8 | 1.3 | -0.6 | -2.8 | -1.5 | -1.3 | 2.7 | -1.0 |
| 成都 | 2.0 | 1.9 | 1.0 | 1.0 | 1.6 | 0.8 | 1.1 | 1.7 | -0.8 | -3.8 | -2.2 | -2.5 | 3.7 | -1.9 |
| 郑州 | 1.5 | 1.4 | 1.2 | 0.7 | 1.8 | 0.7 | 1.1 | 1.6 | -1.0 | -5.2 | -2.9 | -2.1 | 2.4 | -3.6 |
| 长沙 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 0.6 | 1.4 | 0.8 | 1.0 | 1.6 | -0.8 | -3.9 | -1.7 | -1.6 | 2.9 | -2.0 |
| 青岛 | 2.4 | 2.3 | 1.2 | 1.2 | 2.5 | 1.4 | 1.7 | 2.7 | -1.2 | -5.9 | -3.1 | -2.5 | 4.7 | -2.1 |
| 苏州 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.5 | 1.6 | 0.9 | 1.1 | 1.7 | -0.8 | -3.9 | -1.7 | -1.3 | 2.7 | -1.6 |
| 重庆 | 1.1 | 1.1 | 0.4 | 0.5 | 1.8 | 1.1 | 1.2 | 2.0 | -0.7 | -3.7 | -1.6 | -1.7 | 2.7 | -1.3 |
| 齐鲁 | 1.4 | 1.3 | 1.0 | 0.7 | 1.8 | 1.0 | 1.2 | 1.9 | -0.7 | -3.5 | -2.2 | -1.9 | 3.2 | -1.3 |
| 无锡 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.6 | 2.5 | 1.6 | 1.8 | 2.8 | -0.9 | -4.6 | -2.2 | -1.7 | 3.8 | -0.8 |
| 常熟 | 0.5 | 0.5 | 0.9 | 0.3 | 2.1 | 1.0 | 1.4 | 2.1 | -0.8 | -4.2 | -1.4 | -1.3 | 2.8 | -1.9 |
| 苏农 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 0.6 | 2.0 | 1.3 | 1.4 | 2.3 | -0.9 | -4.4 | -2.1 | -1.4 | 3.5 | -1.1 |
| 青农 | 0.6 | 0.6 | 0.9 | 0.3 | 1.7 | 0.9 | 1.2 | 1.8 | -0.8 | -3.9 | -2.1 | -1.5 | 1.9 | -2.1 |
| 渝农 | 0.4 | 0.4 | 0.9 | 0.2 | 1.6 | 0.7 | 1.0 | 1.5 | -0.6 | -3.0 | -1.5 | -1.5 | 1.9 | -1.9 |
| 瑞丰 | 3.9 | 3.6 | 0.6 | 1.9 | 1.8 | 0.9 | 1.2 | 1.9 | -0.6 | -3.1 | -1.7 | -1.7 | 7.1 | 1.6 |
| 沪农 | 1.1 | 1.0 | 1.2 | 0.5 | 1.9 | 1.0 | 1.3 | 2.0 | -0.8 | -4.0 | -2.0 | -2.0 | 3.1 | -2.1 |
| 国有行 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 0.8 | 1.9 | 0.8 | 1.2 | 1.9 | -1.0 | -4.8 | -3.5 | -3.8 | 2.8 | -4.2 |
| 股份行 | 2.9 | 2.7 | 0.8 | 1.4 | 1.3 | 0.6 | 0.8 | 1.3 | -0.5 | -2.6 | -2.2 | -2.1 | 4.5 | -0.1 |
| 城商行 | 1.4 | 1.3 | 0.8 | 0.7 | 1.5 | 0.7 | 1.0 | 1.6 | -0.7 | -3.4 | -1.7 | -1.5 | 3.0 | -1.3 |
| 农商行 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.5 | 1.8 | 0.9 | 1.2 | 1.9 | -0.8 | -3.8 | -1.8 | -1.7 | 3.1 | -1.7 |
| 上市行 | 1.8 | 1.7 | 1.3 | 1.0 | 1.7 | 0.8 | 1.1 | 1.7 | -0.8 | -3.8 | -3.0 | -3.1 | 3.2 | -2.8 |

数据来源：wind，浙商证券研究所。单位为bp。2023代表2023Q4息差较2023Q1改善幅度，2024代表2024Q4息差较2023Q4改善幅度。颜色越红，代表该项情况对息差的提振作用越大，或者拖累幅度越小。

展望未来，净息差-ROE-内生资本支持的贷款增速已处于紧平衡状态，预计存贷利率跟随式调整将成为常态。

- **净息差**：根据《合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）》，监管合意的净息差为1.8%以上，23Q1银行业净息差1.74%，首次跌至1.8%以下，已至临界线。
- **ROE**：中长期视角，行业ROE已经无法满足资本内生要求，基于2021-2035中长期资产增速与名义GDP增速（7%）持平的假设，银行业资本内生所需ROE为9.8%，22年ROE较此低0.5pc；中短期视角，银行资产投放正在透支资本，22A及23Q1银行业资产实际增速远高于名义GDP增速（分别高3pc和3.9pc），也远高于ROE可支持的内生资产增速。

若单边下调贷款利率，将进一步加大商业银行的盈利压力和资本压力，进而影响信贷投放、影响服务和支持实体经济发展的能力和意愿。据此我们判断：存贷利率的跟随式调整未来将成为常态。

| 得分 档位 | 资产收益率 ROA | 净息差 | 存款付息率 偏离度 | 存款利率 市场化定价 | | 2021~2035 远景 | 22A | 23Q1 |
|-----------|-------------------------------|--------------|---------------------------|----------------------------------------------------------------|--------------|--------------------|--------|--------|
| 100 分 | ≥0.5% (按当前平均杠杆率，隐含ROE要求6.37%) | ≥1.8% (含) | ≤0 | 1年、2年、3年、5年期定期存款和大额存款加权平均利率月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，每个期限扣5分。 | 银行业资产增速 | 7.0% | 10.0% | 10.9% |
| 60分 | [0%,0.5%) | [0.8%,1.8%) | > 0, 且不高于2个标准差 (60分到100分) | | 利润转增资本比例 | | 71.53% | |
| | | | | | 银行业内源补充所需ROE | 9.8% | 14.0% | 15.2% |
| | | | | | 目前实际ROE | 9.3% (取22A数据) | 9.3% | 10.3% |
| 0分 | < 0% | < 0.8% | > 2个标准差 | | 剩余ROE空间 | -0.5pc | -4.6pc | -4.9pc |
| | | | | | 2022年银行业杠杆率 | 12.5 | 12.3 | 12.5 |
| 息差进一步下行空间 | | | | | | 当前ROE水平已无法满足内生增长要求 | | |

数据来源：wind，中国人民银行，国家金融监督管理总局，浙商证券研究所。

04

银行板块 投资建议

继续看好以国有行为代表的中特估银行。

- **资金面角度：无风险利率下行，推动高股息类债股的银行股估值回升。**其中国有大行相当于金融行业中的基础设施，永续经营能力最强，对经济敏感度最弱，稳定性最高。当前四大行股息率与10Y国债收益率风险溢价约为328bp，如溢价水平回到过去十年平均的232bp，则对应股息率由6.0%降至5.0%，PB估值由0.54x上升至0.65x，现价空间19.4%。
- **基本面角度：①银行息差斜率拐点已至，让利进入新均衡阶段，降息有利于经济增长和风险化解。**2022年以来的存款利率下调政策，基本可以对冲潜在LPR调降影响，缓解银行让利担忧。未来存款利率有望继续下调，从而形成存款-贷款-存款的对称降息过程，息差下行斜率有望减缓。与此同时，宽松的利率环境有利于支持经济增长和化解风险，对银行资产质量形成利好。
②国有银行市场占有率提升趋势形成。中长期来看，在金融监管改革和政府主导模式下，地方平台融资规范性加强，国有行竞争力加强、市场份额提升。短期来看，经济稳增长需要稳投资，国有银行在资产投放中将继续占据主导地位。

| 上市银行股息率、估值水平一览 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| 国有行 | A股股息率 | | H股股息率 | | A股PB | | | H股PB | | | 城商行 | A股股息率 | | H股股息率 | | A股PB | | | H股PB | | | 农商行 | A股股息率 | | H股股息率 | | A股PB | | | H股PB | | |
| | 22A | 23E | 22A | 23E | 23Q1 | 23E | 调整后 | 23Q1 | 23E | 调整后 | | 22A | 23E | 22A | 23E | 23Q1 | 23E | 调整后 | 23Q1 | 23E | 调整后 | | 22A | 23E | 22A | 23E | 23Q1 | 23E | 调整后 | 23Q1 | 23E | 调整后 |
| 农行 | 6.05% | 6.38% | 7.94% | 8.37% | 0.56 | 0.54 | 0.50 | 0.43 | 0.41 | 0.38 | 贵阳* | 5.59% | 5.59% | | | 0.38 | 0.34 | 0.37 | | | | 渝农 | 6.84% | 7.35% | 10.7% | 11.5% | 0.41 | 0.39 | 0.39 | 0.26 | 0.25 | 0.25 |
| 交行 | 6.29% | 6.61% | 7.81% | 8.21% | 0.51 | 0.48 | 0.55 | 0.41 | 0.39 | 0.44 | 北京 | 6.40% | 6.82% | | | 0.43 | 0.41 | 0.44 | | | | 紫金 | 3.80% | 3.99% | | | 0.56 | 0.54 | 0.43 | | | |
| 中行 | 5.71% | 6.00% | 8.06% | 8.46% | 0.57 | 0.54 | 0.56 | 0.40 | 0.38 | 0.39 | 上海 | 6.42% | 6.74% | | | 0.43 | 0.40 | 0.49 | | | | 江阴 | 4.71% | 5.42% | | | 0.60 | 0.53 | 0.46 | | | |
| 工行 | 6.07% | 6.28% | 7.84% | 8.11% | 0.55 | 0.53 | 0.57 | 0.43 | 0.41 | 0.44 | 厦门* | 5.53% | 6.42% | | | 0.64 | 0.58 | 0.52 | | | | 瑞丰* | 2.94% | 3.24% | | | 0.66 | 0.47 | 0.47 | | | |
| 建行 | 5.98% | 6.30% | 8.40% | 8.86% | 0.58 | 0.55 | 0.59 | 0.41 | 0.39 | 0.42 | 苏州 | 4.79% | 6.33% | | | 0.71 | 0.64 | 0.54 | | | | 苏农 | 3.74% | 4.38% | | | 0.56 | 0.52 | 0.48 | | | |
| 邮储 | 4.71% | 5.11% | 5.46% | 5.93% | 0.72 | 0.69 | 0.61 | 0.62 | 0.60 | 0.53 | 长沙 | 4.21% | 5.28% | | | 0.60 | 0.56 | 0.56 | | | | 无锡 | 3.63% | 4.03% | | | 0.68 | 0.63 | 0.54 | | | |
| 小计 | 5.9% | 6.2% | 7.8% | 8.2% | 0.57 | 0.54 | 0.56 | 0.43 | 0.41 | 0.42 | 齐鲁 | 4.59% | 4.64% | | | 0.62 | 0.58 | 0.58 | | | | 青农 | 0.00% | 0.00% | | | 0.49 | 0.46 | 0.59 | | | |
| 股份行 | A股股息率 | | H股股息率 | | A股PB | | | H股PB | | | 西安 | 4.38% | 4.64% | | | 0.56 | 0.53 | 0.60 | | | | 港行* | 4.64% | 5.80% | | | 0.70 | 0.64 | 0.59 | | | |
| | 22A | 23E | 22A | 23E | 23Q1 | 23E | 调整后 | 23Q1 | 23E | 调整后 | 杭州 | 3.26% | 3.73% | | | 0.86 | 0.78 | 0.61 | | | | 沪农 | 5.84% | 6.65% | | | 0.54 | 0.53 | 0.60 | | | |
| 民生 | 5.40% | 5.75% | 8.13% | 8.65% | 0.33 | 0.30 | 0.43 | 0.22 | 0.20 | 0.29 | 郑州 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.45 | 0.42 | 0.62 | 0.19 | 0.18 | 0.27 | 常熟* | 3.55% | 4.44% | | | 0.88 | 0.79 | 0.66 | | | |
| 华夏 | 6.46% | 6.91% | | | 0.36 | 0.34 | 0.44 | | | | 成都 | 6.11% | 7.38% | | | 0.84 | 0.75 | 0.63 | | | | 小计 | 4.8% | 5.4% | 11% | 11% | 0.54 | 0.50 | 0.51 | 0.26 | 0.25 | 0.25 |
| 浦发 | 4.29% | 4.29% | | | 0.36 | 0.35 | 0.46 | | | | 南京 | 6.18% | 6.54% | | | 0.69 | 0.64 | 0.63 | | | | 上市行 | 6.0% | 6.0% | 7.5% | 7.9% | 0.57 | 0.54 | 0.57 | 0.44 | 0.42 | 0.44 |
| 光大 | 6.03% | 6.51% | 8.48% | 9.15% | 0.43 | 0.39 | 0.46 | 0.31 | 0.28 | 0.33 | 江苏 | 6.83% | 7.68% | | | 0.64 | 0.60 | 0.66 | | | | | | | | | | | | | | |
| 兴业 | 6.98% | 6.98% | | | 0.52 | 0.48 | 0.52 | | | | 青岛 | 4.76% | 4.76% | 7.50% | 7.50% | 0.64 | 0.64 | 0.67 | 0.41 | 0.41 | 0.42 | | | | | | | | | | | |
| 中信 | 5.26% | 5.73% | 8.72% | 9.50% | 0.54 | 0.51 | 0.56 | 0.33 | 0.31 | 0.34 | 兰州 | 4.08% | 4.42% | | | 0.62 | 0.61 | 0.72 | | | | | | | | | | | | | | |
| 浙商* | 7.66% | 7.66% | 9.22% | 9.22% | 0.42 | 0.40 | 0.58 | 0.35 | 0.33 | 0.48 | 重庆 | 4.68% | 4.74% | 9.57% | 9.69% | 0.64 | 0.60 | 0.74 | 0.31 | 0.29 | 0.36 | | | | | | | | | | | |
| 平安 | 2.42% | 3.03% | | | 0.61 | 0.56 | 0.60 | | | | 宁波 | 1.87% | 2.28% | | | 1.11 | 1.00 | 0.94 | | | | | | | | | | | | | | |
| 招行 | 5.15% | 5.88% | 5.06% | 5.78% | 0.99 | 0.91 | 0.87 | 1.01 | 0.93 | 0.88 | 小计 | 4.8% | 5.3% | 6.6% | 6.7% | 0.63 | 0.59 | 0.61 | 0.30 | 0.28 | 0.35 | | | | | | | | | | | |
| 小计 | 5.3% | 5.7% | 6.3% | 7.0% | 0.56 | 0.52 | 0.59 | 0.54 | 0.49 | 0.55 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

25

数据来源：wind，公司公告，浙商证券研究所。备注：1.23E-PB=A股最新收盘价×已发行普通股股本/23E普通股股东权益（基于模型及每股净资产变化趋势判断）。2.调整后PB计算方式，超额拨备=全口径拨备-阶段二和阶段三资产总额，调整后归母净资产=23E归母净资产+超额拨备×（1-25%）；调整后PB=A股最新收盘价×已发行普通股股本/调整后归母净资产。3.股息率=22年报每股现金分红/最新收盘价，最新收盘价截至2023年6月13日。4.*表示该公司已完成2022年分红。

- 1、**存款降息幅度不及预期：**目前全国性银行已经下调存款挂牌利率，其他银行尚未调整，存在存款挂牌利率降幅不及预期的风险。
- 2、**存款定期化幅度超预期：**市场整体收益率下行，居民风险偏好相对保守，可能存在存款定期化幅度超预期的风险。
- 3、**行业数据测算偏差风险：**由于数据可获得性，行业各类数据的测算可能与真实情况存在一定偏误。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>