2021/01 金融信贷收支表点评

结构性存款因何反弹？能持续吗？

增持（维持）

2021 年 02 月 27 日

事件：2 月 24 日，央行公布 2021 年 1 月金融机构信贷收支表，数据显示商业银行结构性存款反弹，1 月末结构性存款余额重新回升至 7.02 万亿，较上月增加 5756.60 亿元，而此前已连续八个月规模压降。

证券分析师 马祥云
执业证号：S0600519020002
021-60199793
maxy@dwzq.com.cn

研究助理 陶哲航
taozhh@dwzq.com.cn

投资要点

■ **1 月结构性存款反弹主要因为“开门红”因素，预计反弹并不可持续。**

2020 年 6 月，监管层以窗口指导形式严格管控结构性存款，要求年底将规模压降至年初的 2/3，核心原因是当时结构性存款持续高增长（4 月末峰值达到 12.14 万亿），其中部分企业获取低成本贷款后，投资结构性存款实现套利，扭曲了货币政策的传导。因此看到，5 月后结构性存款规模逐月回落，2020 年末已经降至 6.44 万亿，相当于 2019 年末的 67.1%，基本实现监管指导目标，同时占银行合计存款比例也明显降至 3.3%（图 1）。

今年 1 月结构性存款再度反弹，但我们认为这是正常的季节效应，主要是银行在年初“开门红”阶段大力揽储，那么保本且兼具一定收益弹性的结构性存款自然是利器。实际上，每年 1 月都是结构性存款增量最显著的月份（图 2），而今年 1 月新增规模 5756.60 亿元，金额明显小于过去三年的 1 月，同时占银行合计增量存款的 19%，相比往年约 30%~45%的存款增量贡献比例明显降低（图 3）。总体上，我们判断监管目前不会进一步要求压降结构性存款，预计总规模保持平稳。

■ **从结构来看，大型银行结构性存款增幅高于中小银行，预计受监管影响。**

1 月中小银行的结构性存款增加 1726.48 亿元，而大型银行增加 4030.12 亿元，这是有统计以来大型银行的结构性存款增量首次在 1 月超过中小银行（图 4）。我们判断源于两个因素：①2019 年结构性存款新规出台后，明确要求只有具备普通衍生品交易资质才能发行结构性存款，而很多中小银行并不具备这一条件；②今年以来监管层先是取缔了互联网存款，又明确禁止地方法人银行以任何方式异地揽储（表 1），原先很多地方中小银行是通过蚂蚁、腾讯等第三方互联网渠道销售结构性存款等高息产品的，而今年只能回归地方本源，吸储能力大幅降低。

此外，1 月个人结构性存款仅增长 552.35 亿元，而企业结构性存款则增长 5204.35 亿元（图 5）。我们判断是因为 1 月权益市场火爆，居民更愿意将资金从储蓄迁移至权益产品，这一点从 1 月金融数据中 M1 增速“上穿”M2 增速也能佐证。在企业端，1 月人民币贷款新增 3.58 万亿创历史新高，企业资金充裕，可能将部分闲置资金用于购买结构性存款获取收益。

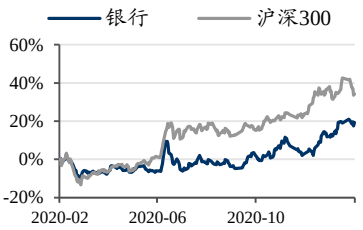
■ **我们反复强调当前金融环境有利于大型银行，负债成本压力明显缓和。**

我们认为这一轮金融监管明确利好大型国有银行及头部零售银行。存款成本上行是近年来商业银行面临的主要难题（图 6），不过截止目前监管层近乎已经对所有高成本的负债产品进行了规范化，包括银行理财、结构性存款、“靠档计息”定存、大额存单、互联网智能存款，同时明确禁止了地方中小银行异地揽储。在这种环境下，居民难以在线上购买到保本+高收益的存款，部分财富将回流客群覆盖度更广的传统头部银行。

尽管传统银行的定期存款比例仍可能上升，但每一类产品面临的定价竞争压力明显缓和。以结构性存款为例，去年 12 月的结构性存款保底、预期及最终兑付收益率分别同比下行了 118、50、54BP（图 7），尽管银行表内的定期存款利率仍可能提升，但预计综合存款成本已经开始改善。

如果今年市场利率进一步上行，国有大行则将更加受益，因为其资产负债结构最有利于利率上行环境（图 8）。国有大行在资产端的债券及同业资产比例高于中小银行，这部分资产将高弹性受益于市场利率上行，而负债端国有大行的同业负债+债券比例极低，主要依赖存款，因此负债成本上行弹

行业走势



相关研究

1、《银行行业点评：房贷限额放松？或只是局部市场维稳》2021-02-23
2、《数字金融追踪：互联网联合贷监管再收紧，量化指标如期出台，地方中小银行承压，再度利好头部银行》2021-02-20
3、《2021/01 社融&金融数据点评：信贷+表外票据历史新高，实体需求旺盛》2021-02-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

性比较弱。相反，中小银行则有可能因为同业负债成本的快速上行，造成利差进一步承压。此外，如果贷款利率在二季度以后也逐步上行，则将对国有大行基本面“锦上添花”，驱动国有大行估值高弹性修复。

- **投资建议：明确看好国有大行上涨行情，首推建设银行（A/H 股）。**①当前银行股中，基本面趋势与估值预期差最大的是国有大行，建议坚定布局全年货币政策常态化、贷款利率企稳上行逻辑下，国有大行的上涨行情，重点推荐**建设银行**，尤其目前估值低至 0.53x2021PB、较 A 股折价 28%的港股。②依然看好头部零售银行上涨行情持续，长期重点推荐**招商银行、宁波银行**。
- **风险提示：1）商业银行资产质量信用风险超预期；2）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄；3）房地产贷款监管造成新增贷款投放压力。**

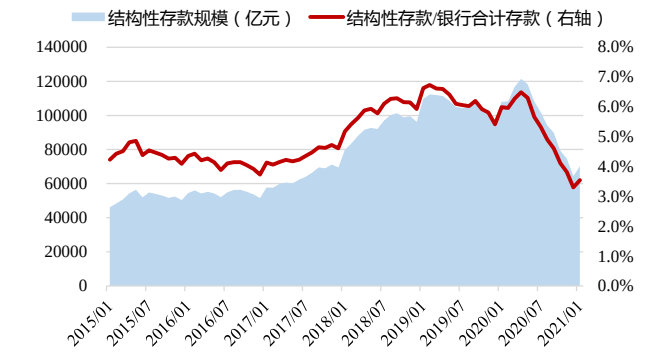
表 1：针对商业银行存款的监管政策梳理

时间	政策	监管核心要求
2018/04	市场利率定价自律机制放宽大额存单的利率上限	对不同类型银行分不同程度放宽大额存单利率上限，国有行/股份及城商行/农商行的大额存单利率上限分别提升至基准上浮 50%/52%/55%，利率市场化再进一步
2018/06	《银保监会、央行关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》	禁止银行采取“违规返利”、“通过第三方中介”等七种手段违规吸收和虚假增加存款
2018/12	央行窗口指导智能存款	对智能存款产品未来可能会限量限价
2019/05	监管部门会议要求和窗口指导“高息揽储”	要求清理按日均规模分档计息的活期存款产品，并清理和停办利率和存款金额挂钩的创新存款产品，并通过窗口指导严查违规结构性存款
2019/10	《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》	限制（没有交易资质的）中小银行以结构性存款“高息揽储”，重点关注银行资质及“假结构”问题。2020 年 10 月过渡期结束后，结构性存款将收益率降低、规模压降、结构化更真实
2019/12	《关于全国市场利率定价自律机制规范定期存款提前支取靠档计息有关要求》	窗口指导在全国范围内叫停靠档计息的定期存款，并要求 2020 年末之前，相关存款产品压缩至零；大额存单提前支取规则亦将适用该规定
2020/03	《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》	要求严格执行存款利率和计结息管理有关规定，整改定期存款提前支取靠档计息等不规范存款“创新”产品，同时将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围
2020/06	银保监会窗口指导结构性存款	进一步规范结构性存款，尤其关注企业通过结构性存款套利、形成资金空转问题，要求部分银行在年底前逐步压降至年初规模的三分之二
2020/11	央行金融稳定局局长孙天琦撰文《线上平台存款——数字金融和金融监管的一个产品案例》	提出需要明确互联网存款业务的准入条件、风险管理等要求，根据监管评级、经营情况、资本金及风险管理能力等设定业务门槛及业务规模上限，尤其需要明确哪类银行不能做该类业务
2020/12	六大国有银行正式叫停存款的靠档计息	自 2021 年 1 月 1 日起，提前支取靠档计息的个人大额存单、定期存款等产品，计息方式由靠档计息调整为活期存款挂牌利率计息
2020/12	央行金融稳定局局长孙天琦再次谈及互联网存款	认为互联网金融平台开展存款类金融业务，属“无证驾驶”的非法金融活动，也应纳入金融监管范围
2021/01	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	银行不得通过非自营网络平台开展定期和定活两便存款业务；银行自营的网络存款严格遵守利率定价自律机制及结息规则，不得不当营销；地方银行的互联网存款业务要立足于服务所在区域客户
2021/02	央行召开加强存款管理工作电视电话会议	强调存款利率定价具有较强的外部性，而存款基准利率作为整个利率体系的“压舱石”，要长期保留；督促地方法人银行回归服务当地的本源，不得以各种方式开办异地存款

数据来源：中国人民银行，银保监会，东吴证券研究所汇总

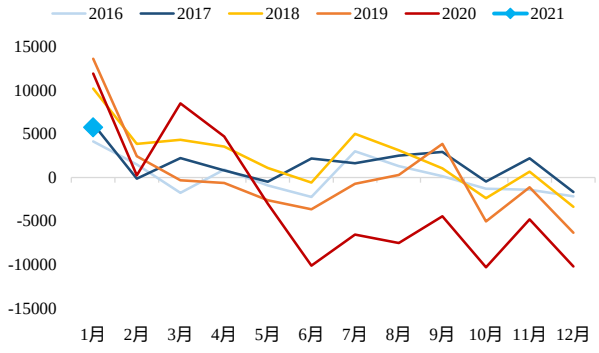
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：2020 年 5 月以来结构性存款及其占比持续走低



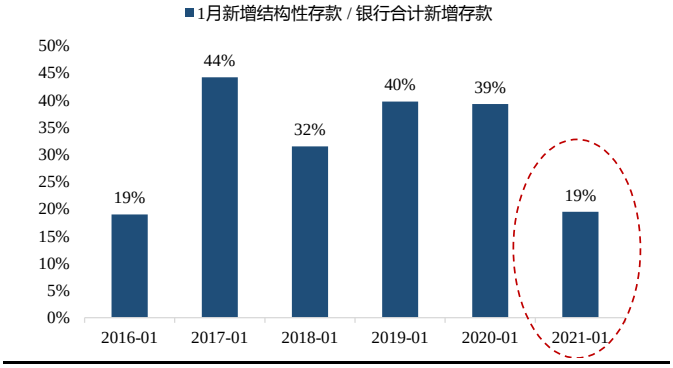
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 2：每年 1 月开门红都是结构性存款新增“旺季”



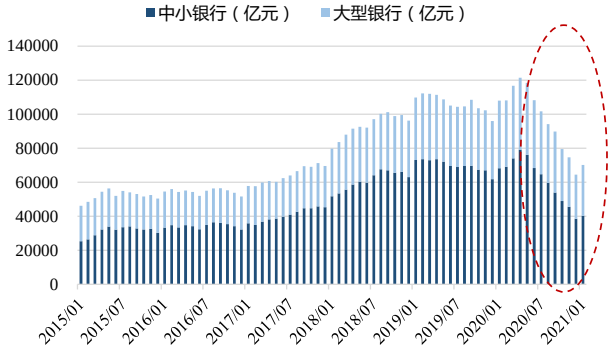
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 3：20201 年 1 月新增结构性存款的贡献度明显降低



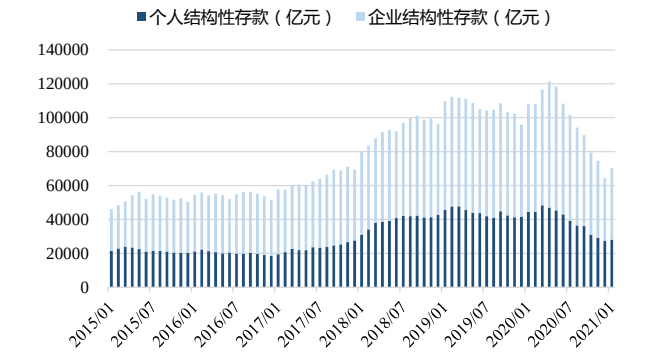
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所测算

图 4：1 月大型银行结构性存款增量明显超过中小银行



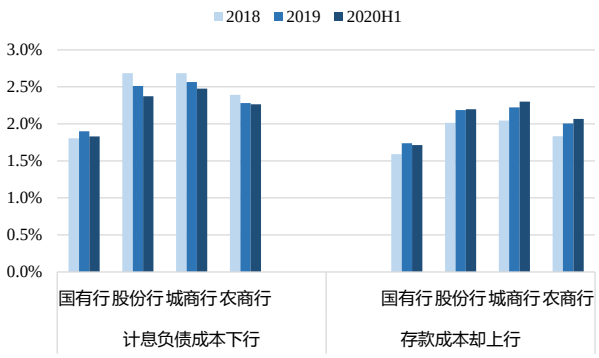
数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

图 5：1 月企业结构性存款增量明显超过个人



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

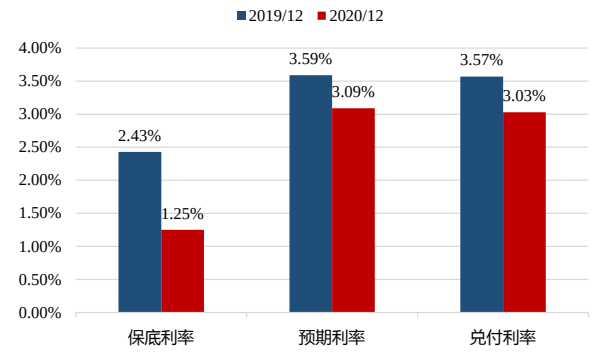
图 6：商业银行负债成本中的存款成本下行困难



数据来源：上市银行财务报告，东吴证券研究所测算

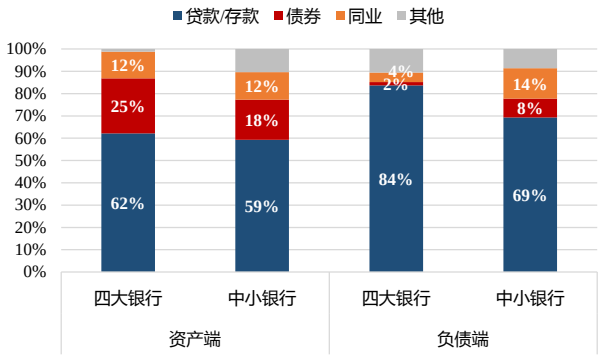
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：2020 年 12 月结构性存款利率明显同比下行



数据来源：央行货币政策报告，东吴证券研究所

图 8：不同类型商业银行资产与负债结构差异明显



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

